全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Case Analysis and Practice of Enterprise Value

公司价值分析案例与实践

李 杰◎著

光明日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

公司价值分析：案例与实践 / 李杰著. -- 北京：光明日报出版社, 2015.5
ISBN 978-7-5112-8441-9

Ⅰ.①公… Ⅱ.①李… Ⅲ.①上市公司—资产价值—分析—中国 Ⅳ.①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第100623号

公司价值分析：案例与实践

著　　者：李　杰　主编
责任编辑：庄　宁　　责任校对：张　翀
封面设计：三鼎甲　　责任印制：曹　诤
出版发行：光明日报出版社
地　　址：北京市东城区珠市口东大街5号，100062
电　　话：010-67022197（咨询），67078870（发行），67078235（邮购）
传　　真：010-67078227，67078255
网　　址：http://book.gmw.cn
E-mail：gmcbs@gmw.cn　zhuangning@gmw.cn
法律顾问：北京德恒律师事务所龚柳方律师
印　　刷：北京紫瑞利印刷有限公司
装　　订：北京紫瑞利印刷有限公司
本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社联系调换
开　　本：710mm × 1000mm　1/16
字　　数：272千字　　印　　张：17.75
版　　次：2015年5月第1版　　印　　次：2015年5月第1次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5112-8441-9
定　　价：20.00元

版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声明：本书中所涉及的案例分析，仅仅作为研究企业分析方法论的学术性探讨，不作为任何投资建议。本人现在持有案例中的一些标的，但随着行情和公司经营情况变化可能随时进行各种买卖交易，因此请读者勿将案例中所涉公司当作本人的实际投资对象。案例中的各种分析结论仅为本人的主观判断，本人不对其正确性、完整性和真实性做任何保证，也不对由此导致的投资结果负任何责任。

寻找黑马股的工具

一种是通过金融数据库搜寻公司的季报情况，基本面改善最终会反映到财务数据上，关键的搜索指标就是净利润增长率与净资产收益率提升率，然后再进一步就是研究基本面了。

另一种方法是通过类似迈博汇金之类的研究报告网站搜索研究报告的题目，可以将搜索研究报告的关键词设置为新产品、新股东、新战略、管理、超预期、入驻、进入、剥离、毛利率、销售、激励与股东、资产、员工、顾客、财务五个方面相关的词组。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

这本书出版的似乎很不是时候。在过去的几个月，正是股市自2008年以来最狂热的时刻，以创业板为标杆的新兴产业走出了一波气势磅礴的主升浪，5个月的涨幅高达125%。而再往前看一些，自2014年中以来，涨幅超过1倍的股票更是比比皆是。可以说，在过去的半年多的时间里，随便扔飞镖选出的股票组合也完全可以涨得很好。在此时此刻，踏踏实实地研究企业，似乎变成了最不经济和最低效的行为。股票似乎再也与公司的价值无关，而仅仅与概念、市场情绪和货币政策有关。然而，事实真的如此吗？

其实这一切从来都不陌生。记得在我曾向朋友推荐的阅读书单中，首先列出的就是那些记录了国内外证券市场历史事件的著作，在其中，我们可以看到每一次市场的沮丧和癫狂都如出一辙，上百年间似乎都没有太多变化。一个显而易见的问题是，国内外历经了如此多的牛市，但为何最终实现财务自由的却永远只是极少数人呢？其实就我的观察来看，一次牛市除了极少数的幸运儿以外，对绝大多数人财富的影响和重要性其实要比想象的低得多。那些通过证券市场最终收获了良好收益的人，基本都是通过长期良好投资收益的累积而逐步实现的，牛市不过是其中阶段性的放大器而已。试图靠一个牛市而毕其功于一役，不仅大概率的要失望，而且这种赌性非常危险。

因此，如果我们把投资作为一个长期需要面对的课题，把目标定位在实现最终的财务自由而不是短期的那点儿账面浮盈，那么市场短期内的涨涨跌跌是最不重要的，掌握长期必然制胜的法则和拥有一双能发现价值的眼睛才是最重要的。关于投资的基本理念和基本原则，已经有很多论述的经典专著。然而投资是这样一种学科：它非常强调学以致用的实践性，再好的理论缺乏实践能力，碰到具体公司照样会一筹莫展。遗憾的是，目前市场上的投资类书籍，大多偏重于理论性，对于实际案例要么陈旧过时要么只是蜻蜓点水，缺少完全以最新的案例为主线来展现具体分析方法的作品。这本书就希望在这方面做一些尝试。

与《股市进阶之道》相同的是，这本书同样主要探讨高价值企业的特征。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
十倍杠杆费用低价格低 10倍杠杆低价开户QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的是，这本书是以案例分析为主线，通过标准化的公司价值分析模板，较为细致的提供和展现了我个人分析公司时最常用的套路以及思维和具体研究中的一些习惯。坦率来讲，我并不认为这套方法已经非常完美，但在其成形的近两年时间中，我用这种方法做出的研究，从实证来看确实有较高的成功率，我想这应该不完全是偶然。另外，公司分析这种东西虽然不神秘，但很多东西往往就是一层窗户纸。如果没有人指导，完全靠自己摸索真的有可能花费巨大的时间成本，并且还很容易留下思维盲点。无论如何，作为一个已经在市场中摸索了近 10 年，并且在公司价值分析的方法论方面花费了很多精力的投资人，我目前所总结和运用的方法虽然不敢称成熟，但相信对于初涉企业基本面研究的投资人而言，应该还是有一定的借鉴意义的。

投资永远需要面对不确定性，在不确定性中提高胜率的关键是学会有效地处理信息。幸运的是，在互联网时代各种公司的相关信息不再是稀缺品，但如果缺乏一套有效的信息处理机制，依然很难从中提取出决策相关的高价值信息。也就是说，对信息的整理和解读永远将是稀缺的能力。锻造这种能力的关键，一方面是要掌握高效的方法论，学会将繁杂发散的信息庖丁解牛般归类整合；另一方面则需要始终提升自己的商业理解力和洞察力。前者需要的内容将是这本书重点探讨的对象，而后者恐怕只能是一个人长期坚持不懈的自我修养了。

由于公司经营的动态性，我们很难靠一本书里有限的案例篇幅而展现完全的研究和跟踪过程，一个行业或者一个企业的复杂性也绝非几页定性的判断所能囊括。因此为了更好地服务于读者朋友，也更完整地做好对案例的研究，我将设立一个读者专用的公共邮箱作为书友会（见下）。我将在书友会中进行持续 1 年的不定期更新，包括对案例最新情况的相关跟踪、研究报告，最新的一些投资观点或者感悟等。相信这种形式能对读者朋友有更多帮助。

书友会公共邮箱地址：my_invest@qq.com　邮箱密码：invest919

最后，还是那句老话：学习与不学习的人在每天看来是没区别的，在每个月来看区别也是微乎其微的，在每年来看区别似乎还不明显。但在每五年来看时，可能已经是财富的巨大分野，而等到十年再看的时候，也许已经是一种人生对另一种人生不可企及的鸿沟。如果你已经错过了从前，那是否愿意从现在开始把握未来呢？共勉。

2015 年 5 月 19 日 北京夜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一部分　广联达的故事

第一章　选择背后的思考……………………………………………………… 1

一、软件公司的历史机遇 ……………………………………………… 1

二、挑选软件公司的方法论 …………………………………………… 3

三、几个公司的对比实例 ……………………………………………… 5

第二章　五个本质问题…………………………………………………………12

一、这是个什么样的生意？ …………………………………………… 13

二、有没有市场潜力？ ………………………………………………… 18

三、有没有竞争优势？ …………………………………………………22

四、是不是高价值企业？ ………………………………………………25

五、经营的质量和态势？ ………………………………………………29

六、主要的风险是什么？ ………………………………………………35

第三章　决策和估值……………………………………………………………37

一、调研和查证工作 ……………………………………………………37

二、估值怎么算？ ………………………………………………………40

第二部分　价值分析框架和案例集

第一章　东方雨虹案例…………………………………………………………49

一、基本情况及生意特性 ………………………………………………49

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以办理 10年老客户经理 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、核心投资逻辑及业务分析 …… 51
三、主要的风险 …… 69
四、其他重要问题 …… 72
五、初步价值评估 …… 74
第二章 新天科技案例 …… 76
一、基本情况及生意特性 …… 76
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 78
三、主要风险 …… 89
四、其它重要问题 …… 90
五、初步价值评估 …… 91
第三章 南方泵业案例 …… 94
一、基本情况及生意特性 …… 94
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 96
三、主要风险 …… 108
四、其他重要问题 …… 109
五、初步价值评估 …… 110
第四章 立讯精密案例 …… 113
一、基本情况及生意特性 …… 113
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 114
三、主要风险 …… 127
四、其他重要问题 …… 129
五、初步价值评估 …… 130
第五章 劲嘉股份案例 …… 133
一、基本情况及生意特性 …… 133
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 135
三、主要风险 …… 144
四、其他重要问题 …… 144
五、初步价值评估 …… 146

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 海利得案例 …… 149

一、基本情况及生意特性 …… 149
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 151
三、主要风险 …… 160
四、其他重要问题 …… 161
五、初步价值评估 …… 163

第七章 科伦药业案例 …… 165

一、基本情况及生意特性 …… 165
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 167
三、主要风险 …… 180
四、初步价值评估 …… 183

第八章 利亚德案例 …… 186

一、基本企管科及生意特性 …… 186
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 189
三、主要风险 …… 202
四、其他重要问题 …… 203
五、初步价值评估 …… 206

第九章 康得新案例 …… 209

一、基本情况及生意特性 …… 209
二、核心投资逻辑及业务分析 …… 212
三、主要风险 …… 232
四、其它重要问题 …… 235
五、初步价值评估 …… 236

第三部分 一些体会和建议

第一章 如何高效运用分析框架 …… 239

一、“拼图”的内在逻辑 …… 239

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、不努力，再好的戏也出不来 …… 243
三、几个需要注意的地方 …… 244
第二章 投资模式与筛选股票 …… 250
一、因人而异的投资模式 …… 250
二、股票筛选与建立股票池 …… 253
第三章 几个容易迷茫的问题 …… 257
一、未来优势型的表现形式 …… 257
二、均值回归和超额收益 …… 259
三、行业景气与竞争优势哪个更重要 …… 260
四、从一个公式再谈估值的逻辑 …… 262
第四章 如何在市场里活下来？ …… 266
一、要控制犯错的程度 …… 266
二、坚持简单质朴的投资体系 …… 269
三、要远离大众少受干扰 …… 270

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分 广联达的故事

第一章 选择背后的思考

一、软件公司的历史机遇

第一次看广联达应该是在2011年初，最早是从朋友那里听到它的，但其实那时我对软件行业是有一定抵触的，首先是因为印象里中国就没出过什么像样的软件公司（互联网的好公司不少，却又都在国外上市），其次是软件这种技术性的产业一般而言是“价值投资者”比较少碰的，我当时也有这方面的偏见。除此以外还有另一个原因，我本身就是搞软件的，过去10多年的从业经历让我对这个行业挣钱之难、公司整体的管理和技术水平之粗糙低下有着深刻的体会，由此也让我对IT公司从心理上敬而远之，所以几乎从未认真看过。

一个偶然的机会，我在看书时有一个麦肯锡的关于不同行业的投资回报率的统计数据引起了我的注意。在这个长达几十年跨度的长期统计中，除了众所周知的医药和个人消费品保持着优异的资本回报率外，保持持续高收益率的名单中软件行业居然也赫然在目（具体统计数据请参考《股市进阶之道》的第六章，107–108页）。除此之外，在我进行一些行业的国内外对比时，我也发现医药和软件这两个行业几乎是差距最为悬殊的，这就让我有点儿浮想联翩：难道中国真的不存在软件公司成长的土壤和环境吗？为什么中国可以出现成功的硬件公司，软件却总是默默无闻呢？这到底是宿命还是一种社会发展的阶段性现象呢？

对此我的思考是：首先这确实就是一个社会发展程度和阶段的问题。工业革命的到来才使得煤炭成为一种重要的战略性能源，汽车和航空时代的到来才让在地下沉睡的数千万年的石油成为奇货可居的资源。同样，制造业的繁荣是建立在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方均可办理股指10倍杠杆配资 QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的港口码头、发电站和输电管路、交通网络以及工业配套设施的基础之上，没有这些基础设施长期大量的建设是不可能出现大规模制造业的。用这个思路来观察软件行业，我们会发现在信息时代建设投资的第一波高峰必然是电脑终端和各种网络的基础设施，在这一过程中催生出了不少的硬件公司的崛起也就不那么让人奇怪了。但随着基础设施的不断建立完善，软件（包括互联网）的应用就必然是下一个阶段发展的重点，毕竟修路的目的还是为了跑车嘛。

此外，没有哪个行业是生活在真空里的，软件，特别是行业性的应用软件就更是如此。除了那些底层的数据库和操作系统是完全的技术性推动以外，大多数的行业性应用软件其实是其依附的产业自身发展和升级的需要所催生的——比如ERP就是工业制造业在规模越来越庞大和业务越来越复杂后寻求精细化管理和提升竞争力的必然要求。也因此，软件所依附的产业规模和发展阶段的特征的重要性很多时候会大于具体企业主观努力的重要性。所以看软件公司，可能首先要从其依附的产业发展史的角度来看问题。

中国现在面临的问题是什么呢？毫无疑问是产业升级，是从以往单纯追求规模到更注重效益和效率，是从原来各个产业价值链的底层试图向上创造更多的附加值。在这一背景下，我发现软件公司得以生存和发展的土壤正在越来越肥沃：首先是基础产业的规模足够大，作为GDP世界第二和世界的制造中心，中国拥有各种门类的产业集群，这为其所依附的软件公司的成长创造了条件。其次是竞争激烈，粗放经营已经越来越难取得竞争优势和获得超额收益，也因此精细化的管理越来越为企业所重视。从政府的行政管理需求上看也是如此，如何更高效科学地管理其所拥有的庞大资源，也是一个越来越迫切的问题。因此从时代发展的角度而言，软件公司似乎正在迎来一个发展的历史性的机遇期。

但是这些大面上的逻辑只能提供一些基本的理由，要想从上百个软件公司里找到合适的投资标的却完全派不上用场了。软件与医药行业非常相似，就是它完全不能用板块思维来看问题。在地产或者银行以及一般制造业，你选择A与B的差别并不是那么大：选万科还是保利，选招商银行还是兴业银行，选三一重工还是中联重科，其实并不会差太多。但细分软件公司的差异就太大了，一个做医疗信息化的公司与做酒店信息化的可以完全没有交集，其业务特征和财务特质可以完全不同，这就给公司的选择带来了很大的困扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、挑选软件公司的方法论

那么怎么办呢？看券商报告来挑选是非常困难的，每一个公司的券商报告都写得非常激动人心，都充满了对业务发展的无限憧憬。随机地一个个的翻看显然也太没效率了，而且没有一个选择的主心骨的话很容易被一些无关紧要的细节牵着鼻子走。这个时候，我的软件从业背景开始帮忙了。我开始思考并且整理出一个软件公司的“等级筛选的方法论”，如下：

评估项目		选择的侧重性说明
下游客户层面	下游客户数量越多越好	下游客户的数量决定了软件最终终端可能的应用规模
	业务的复杂程度越大越好	业务的复杂程度决定了软件的价值含量和壁垒
	客户越有钱越好	客户的资金状况决定了产品定价和销售的阻力
产品特质层面	产品化程度越高越好	不同类别的软件在盈利能力上会有天壤之别
	有杀手级应用的好	能切入客户核心需求的产品才是好产品
	客户黏性越高的越好	转换成本和多个产品间的转化率决定了长期前景
企业能力层面	营销能力要出众	行业应用软件是很难从技术上彻底把对手拉开的
	需求的转化研发能力要好	软件的需求都是“凭空”挖出来的
	服务的口碑好	成为某个行业应用的代名词就是成功的标志

需要说明的是，这个方法论主要用以评价应用软件公司，因为国内上市的软件企业主要就是集中在这一类。客户数量很好理解，但这里也需要注意客户的质量。比如做餐饮软件面对的全国餐饮公司可能多达数百万家，但他们加在一起可能也没有中国移动或者五大发电集团这几个客户的业务价值高。因此，这里的客户数量更突出的是“有效客户”。那么什么是有效客户呢？就是后面列举的业务要足够复杂，客户要有钱。业务的复杂程度直接决定了软件的复杂程度，而复杂的软件既具有较高的壁垒，又有足够的理由让客户掏钱，当然客户得确实有钱，否则应用再复杂也没用。

软件特质层面相对专业一些。如果以盈利能力作为评价标准，所有的软件都可以分为平台型、产品型和项目型三种，其盈利能力也由高到低排列。项目型的业务是软件公司里最辛苦的一种，这种业务的软件通常极其复杂庞大，更要命的是一般都需要解决客户大量的个性化定制的问题。因此这种软件在交付时必须派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一个实施的小组去指导和帮助客户顺利地应用起来，整个过程包括了服务器搭建、基础数据设置、分阶段的培训和实施、试运行、正式运行等一系列的步骤，期间还穿插着对不断冒出来的各种奇怪需求的定制开发和再调试工作。因此这种产品普遍卖价高，但由于实施的过程长（多数需要数月，有的甚至需要数年）成本高，因此其利润率最低，并且由于这种业务的扩张必然要以足够数量的项目实施经理为前提，可项目经理的技能培养十分漫长（通常需要多个项目的历练），所以这种模式的扩张是最为困难的，典型的代表是 ERP 系统。

相比之下，产品型软件就滋润多了。高度标准化，应用较为简单，一般是以解决某个特定的业务点的问题为主，不涉及业务流程方面的管理。交付形式就是一张光盘一个加密狗，安装上即可使用。虽然也需要对客户进行专业的培训，但由于产品的标准化程度非常高，单独一个软件产品的功能也不会太多，因此可以大规模的集中培训，甚至通过网络视频等手段来远程培训。这种模式下交付快，没有麻烦的个性化需求（客户的额外需求通过定期更新软件实现），因此一方面结算极快基本不存在客户压款或者按项目进度结算，现金流极好。另一方面这种模式下的产品扩张也不依赖项目人员，只需要销售渠道覆盖即可，剩下的就是批量印制光盘而已。但这种模式产品单价极低，如果没有足够大的客户数量就很难做大。

产品型软件产品虽滋润，但相比平台型模式就又相形见拙了。产品型软件起码还需要印光盘和建立密集的销售网络，但平台型模式下连软件都不用生产了，直接到网站下载即可，大量的营销和培训活动也都是在网络上就可以完成。更重要的是，平台型模式改变了客户的消费习惯和业务模式，将客户的业务整体地搬入线上，客户也不需要再一次性购买大额的产品而可以按需付费。这种模式下，不但企业的现金流极好，并且收入的稳定性也极大地得到了提升。同时其扩张的边际成本最低，因此盈利能力不但在软件公司中是最强的，就是放到所有的业态里都堪称顶级。

企业能力层面主要是考察其业务素质。软件是一个很特殊的行业，如果你是卖药的，你可以根据这种疾病的发病率大致算一下一共有多少符合疾病条件的人，然后结合治疗的用药量和估算出其市场空间。如果你是卖机械设备的，你也可以按照工程量或者企业生产线的数量、单位产能所需要的设备件数、更新频率等等指标大致估算出其市场潜力。但在软件行业里你很难衡量出一些业务的空间，因为在这个行业里往往不是先有需求再有产品，而是先有产品再去激发需求——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.zhcbo.net

这就要求软件公司首先要能敏锐地挖掘客户的潜在需求，将其“产品化”，并且更需要具备将这种产品推销出去的能力。

对于一个初创的软件公司而言，我觉得销售比研发更重要，一个软件公司的诞生之初往往是偶然的：当时通常只有那么 1、2 个简单的产品，准确或者恰好击中了客户的某个迫切需求，并且成功的大范围的予以销售。做软件的人有个臭毛病就是比较崇拜研发而看不起销售，实际上在中国的应用软件行业里，技术层面上的差异往往远远小于商业模式、战略选择和销售能力的差别。一个公司在诞生之初的成功，绝大多数并不是因为产品极其好，而是因为动作足够快销售足够猛。事实上，在麦肯锡的《软件成功的奥秘》中也认为“是营销之神创造了最好的软件”。

不过我认为营销对于软件公司影响的权重是随着公司体量的增大而逐渐下降的。因为到了公司已经做大的阶段，一方面其市场形象和客户认知度已经充分建立，另一方面销售模式和渠道也已经基本固化很难再有颠覆性的改变（除非整个技术平台先改变，比如“入云”），这个时期最重要的就又回到了研发——能否持续不断地在客户身上嗅出潜在的需求，并且用一种熟练高效的研发体系将其源源不断地产品化，形成对客户全方位的价值挖掘，就成了长期竞争的焦点。当然，除此之外，应用软件说到底还是服务业，因此服务保障能力以及客户的口碑自然也非常重要。

投资公司就是投资未来，从这点来说越是符合“客户多、业务复杂、资金充裕 + 产品化程度高、具有杀手级应用、客户黏性强 + 销售能力突出、持续研发能力强、服务优秀”特质的软件公司，就越是具有成为大市值企业的潜力，也就越值得从战略上重视。

三、几个公司的对比实例

以上这些就是我在选择软件公司时候的一个思维方法。当我用这个方法论去套眼前的各种公司的时候，就会有一些有意思的发现，并且随着这些发现越来越多，其选择的指向性也就越来越清晰。下面是一个大致的套用此方法论的演示（着重在前两个衡量条件，企业能力部分不能简单比较，特别是不能在不同应用行业的公司身上比较，而需要具体公司具体认识——对这一部分是如何考察的会在下一章节中介绍）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	下游层面			产品特征层面		
	客户数量	业务复杂度	客户资金	产品化程度	杀手级应用	客户黏性
广联达	多	高	好	高	无	高
用友软件	很多	高	一般	很低	有	高
石基信息	少	低	较好	较高	无	一般
远光软件	少	较高	好	一般	无	高
卫宁软件	较少	高	好	较低	有	高

表格中的这几个公司目前是 a 股中比较有特点、在各自的领域内有较明显的优势，并且业绩和公司治理相对同业是比较突出的几个。我根据他们的各种公开资料进行了详细的对比。下面分别予以说明：

1. 下游客户层面

广联达是做建筑行业信息化的公司，它的下游主要是各种建筑施工企业，根据公司的上市说明书和券商相关报告，可知其全国的建筑施工公司一级资质以上的企业大概有 6000 多家，其他施工企业有 5–6 万家，而各种施工企业下属的项目部高达 40 万以上。建筑类公司与一般企业的区别在于，每个项目部都有独立的运营体系需要独立的核算和承接业务，因此广联达的下游企业客户数量总体是在几十万这一量级的（事实上广联达的销售对象往往在同一个企业客户内有多个岗位的单独产品，比如造价算量对应造价员，项目管理产品对应的是项目经理，而施工产品则对应的是技术员等）。建筑施工业务从外部来看似乎很简单，都是钢筋水泥的活儿，没什么高科技的。但事实上这个行业的业务非常复杂，涉及到大量的采购、项目管理、设计开发和成本控制，并且竞争异常激烈。这个行业内的信息系统的技术跨度非常得大，从最简单的电子表格和简单数据库即可，到需要大量 3D 图形建模的设计算量，再到涉及大量资源协调的项目管理，这些不同的领域不但涉及到不同的技术，而且在业务形态和管理模式上也完全不同（比如造价和算量是典型的工具软件，但项目管理却是项目型的模式）。此外，建筑施工行业的客户在资金上的特点是项目金额往往很高，但利润率却非常得低（以中铁二局为例，2013 年营业收入 795.66 亿，但营业利润却只有 9.25 亿，营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率仅有 0.95%，这还是税前的利润率）。所以这些客户一方面确实是没钱（这个钱指的是净利润），但另一方面又很有钱（这个钱指的是营业规模和现金流，即便只是一个项目部的营业额往往也很大）。

用友软件的下游客户极其广大，据统计，如果算上中国的中小企业的话可以多达几千万家，即便是规模以上的企业客户也足有几十万家，因此在这个对比中用友软件的潜在客户数量是最多的。同样，用友下游客户的业务复杂程度也相当得高，无论是制造业还是商业客户，往往都具有复杂的业务流程和大量的数据需要处理，其对应的系统模块众多、业务流程和功能非常复杂，并且研发的技术难度也很高。就资金状况而言，用友的下游客户差别非常得大，优质的大公司资金雄厚，但占比最大的中小企业总的来说资金非常紧张。事实上也因为如此，用友多年来的收益主要来自大中型企业，中小特别是小微企业其实只能算是潜在客户。

石基信息的情况某种程度上与用友非常相似。作为酒店行业的信息化提供商，它的下游主要是各类酒店宾馆。这其中差别同样很大，比如从总量而言全国办理了资质的酒店多达 40 多万家，但这里绝大多数都是微型宾馆，真正的星级酒店只有 17000 家左右。由于营业规模的巨大差异，这些宾馆在业务需求的复杂程度上也完全不同。但总的来说，即便是高星级的宾馆在业务的复杂程度上相比制造业和施工企业也是差得很远的，最重要的前台系统从软件的角度来衡量是相对比较简单的系统。同样，在客户的资金充裕程度上，只有星级酒店的财务状况较好，少数数千家高星级酒店的资金雄厚，而占绝大多数的无星酒店财务状况恶劣，基本上很难在信息化上有所投入。

远光软件又是另一番景象。作为电力行业的信息化公司，它的下游客户较为集中，主要是五大发电集团及其下属机构。单纯从客户数量而言可以说非常少。但这些不多的客户的资产和营业规模却极其的庞大，在业务的复杂程度上也非常高。虽然发电的业务系统远光介入的少，主要是资产管理这块是其业务重点。但发电企业有别于其他工商业的一大特点也正在于资产规模庞杂，业务流程倒是相对稳定。此外这些客户基本都是国营企业，营业额巨大，资金的状况非常优异。

卫宁软件是面向医疗机构的信息化供应商，它的下游客户量也并不大，据统计全国县级以上医院的数量大约在 2 万家以内，其中三级医院大约 1000 家左右。医疗机构的业务也是典型的高复杂度，一方面它像一般的工商业企业一样具有较为复杂的业务流程（门诊住院和配套的物资、药品的协同配合，以及信息流与财务流的对接），另一方面在各个业务节点上的专业性也很高（比如医嘱处理，看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



起来只是把信息录入系统而已，实际上各种医嘱的属性对应关系和规则很复杂；又比如医学影像系统需要较强的图像处理能力，更复杂的辅助诊断系统还需要专业的医学知识库），因此医疗的信息化领域可做的产品是非常丰富的。从财务状况来说，医院虽然属于非盈利性机构，但其营业规模却又大又稳定（我曾做过一家北京市三甲医院的信息系统项目，其10年前的营业收入已经超过了10个亿）。特别是近些年大医院的财务状况都非常优越，远好于一般的工商企业。

通过上面对下游客户状况的比较后（当时查阅了不少的资料以及券商报告和年报，这里限于篇幅只能列出个大致的结论），我感觉广联达相对更具有吸引力。这一方面来自其下游客户的数量非常得大，仅次于用友软件。另一方面其所服务的领域业务复杂，容易源源不断地推出应用产品，再加上客户的营业规模普遍较大，资金状况较为充裕。虽然建筑施工企业的净利润率很低，但这其实恰恰是信息化的一个长远动力——我们都知道信息化本身是不直接创造收入的，相对而言它更容易降低各类运营成本。对建筑施工企业来说，这一点恰好是击中了核心：比如对于一个营业额1个亿，净利润率只有1%不到的企业而言，如果信息化可以降低1%的综合成本，那么在营业额不变的情况下其净利润就将高出一倍。建筑施工企业一直以来的粗放经营以及业务运营中涉及大量的材料和人工调配的特性，为信息化发挥价值提供了土壤。

投资企业就是投资未来，未来什么样的软件公司更容易成为大市值企业呢？我想，也许庞大的客户数量与丰富产品两个因素相乘，胜算会大一些吧（当然这只是选择的一个因素，后面还会谈其他的因素）。除了广联达外，用友软件和卫宁软件的下游状况也比较值得关注。卫宁下游的医疗机构客户量也不少，并且随着信息节点的下沉，可能其客户群的数量还有扩张的余地。更重要的是医院信息系统的业务相当复杂，可以延伸出大量的应用产品。另外近些年政府对医保体系的建立完善，也直接导致了对信息化投入的大幅增加，医疗信息化的景气程度很高（也正是因为这点，卫宁软件的估值被炒到了一个让人匪夷所思的高度）。用友的最大潜力和最大困难都在于海量的小微企业如何激活的问题。对用友在我的上一本书中有过一些分析，它的未来直接与其在小微企业的出招上相关，畅捷通和最近高调推出的中小企业P2P等撬动小微企业价值的业务值得持续关注，但比较麻烦的是这一块与用友以往擅长的大项目模式完全不同，不确定性相当大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请点 http://www.7help.net

2. 产品特征层面

从产品特征层面来分析，广联达属于典型的产品化模式，这从其高达 97% 的毛利率和 35% 以上的净利润率就可以看出来，另外它的现金流状况用网络热词来说简直是好到没朋友。但是它的问题就是目前还缺乏真正的杀手级应用——那种真正嵌入客户最核心业务，以及能提供巨大商业价值的系统。广联达的产品和业务结构在下一章会详细分析，这里简单来说就是它目前提供的主要是造价员使用的工具类软件，单价低，应用比较简单。不过由于广联达推出的产品数量不少，形成了某种组合应用的局面，各个产品之间有应用上的联系和数据层面的接口，这就让客户更倾向于用一家公司的整套产品——更重要的是，它在目前的造价环节软件的市场占有率极高，几乎形成垄断，而客户的造价业务又需要较多的数据上的交接和互通，统一的标准更有利于工作交流。在软件应用越来越细分的今天，我感觉客户也越来越倾向于从一家公司购买整套的产品，因为这样确实减少了很多麻烦，无论是技术上还是商务上都是如此。因此虽然其产品尚未有杀手级应用，但作为一个初具“一站式服务”特征的公司，其客户的应用黏性却不低。

用友软件在产品特征上可以说与广联达就像一个镜像，完全是相反的。首先用友的 ERP 系统属于典型的项目型系统，产品非常复杂庞大，需要数月的项目实施才能交付客户。这就直接导致用友软件在财务上体现为极高的费用，销售净利润率更是不断下降到连优秀的工业制造业企业都不如的境地。不过 ERP 系统显然属于一个重磅的杀手级应用，其紧密的嵌入到工商业客户的日常核心业务之中。而且由于系统投资大，应用复杂，客户更换厂商的代价和成本很高，因此客户的黏性很高。

石基信息与远光软件的产品特征介于广联达和用友软件之间，既需要一定的客户化和实施类工作，但又没有用友软件那么复杂。他们都面临一个共性的问题，就是如何切入客户的核心业务？石基信息似乎试图通过加大对宾馆订单中的话语权来增强客户黏性，而远光软件则希望在财务管理领域之外，继续开拓业务管理系统来增长。

卫宁软件在医疗软件行业当中比较重视产品化和平台技术（便于更快捷和低成本的个性化开发），美国的优秀医疗软件公司塞纳的成长中很重要的一点也是因为研发出一个成功的个性化平台。医疗软件的另一个特点就是产品化率的差异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方开户都可以 10倍保证金 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大，比如面向大型医院的管理系统（HIS，类似医院的ERP）的实施就非常复杂。而一些科室级应用的专业模块则产品化程度较高，简单调试培训后即可交付。因此对于医疗软件公司来说，可以一方面通过HIS系统扩大收入规模并建立客户黏性，另一方面开发大量的科室级的专业应用系统来创造更高的利润。

用以上的方法论，我们就可以很好地理解为何软件公司的差异会这样大？当前的现状是怎样造成的？以及未来更应该关注的重点在哪里。比如客户数量最大的是用友，软件的复杂程度最高价格最贵的也是用友，因此用友在软件公司中的营业规模自然会首屈一指，其2013年的营业收入达到43亿多，而同期远光软件、广联达和石基信息的软件收入分别为9亿和13.8亿和8亿左右（广联达虽然缺乏高价格产品，但客户数量大且市场占有率高；远光虽然客户集中数量不大，但单个客户的单价高；石基信息下游高星级酒店数量不大，但软件单价不低且不断通过收购兼并提升市场占有率和进入相关细分市场），卫宁软件的软件收入只有3.5亿（下游客户数虽然不小，但市场占有率很低）。但另一方面，用友软件的项目型特征决定了它的净利润率太低，现金流也不佳。同样2013年的数据，用友软件的营业利润只有3.13亿，而广联达为3.6亿，远光软件3.55亿。可见项目型公司的营业额很难转化为利润。

此外，由于业务复杂度上的差别，石基信息的传统酒店和餐饮业务的可挖掘空间越来越少，其主营软件业务的营业收入在近几年停滞不前（2013年和12年其主营的酒店管理系统的收入分别只增长了1.8%和5.7%），这也是石基信息是这些软件公司里最迫切转型者的主要原因。而反观广联达，虽然12年的费用增速过高降低了利润增速，但其软件业务在过去3年的增速却高达65%、32%和37%，这显示出建筑信息化领域客户众多并且业务复杂的特性下，一方面广联达不断开拓新客户，另一方面软件也在高速推出各种新的应用软件，这两个因素相乘，就导致了营业收入的快速增长。

那么未来又将怎样呢？

对于用友软件来说必须设法撬动小微客户，对于卫宁软件来说要同时提升客户的覆盖率（从华东地区扩张全国）和进一步提升产品组合数量，对于远光软件来说切入核心业务系统很关键。对于石基信息，说实话我还没想明白。用友软件的潜力很大，但是不确定性也最大。卫宁软件的增长途径是比较清楚的，可惜被市场爆炒，短中期内应该都不存在投资的安全边际。远光软件在电力行业的整体市场占有率还比较低，如果能实现业务系统上的突破也可能迎来第二春。但它目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前试图向着电力系统之外的领域扩张，这在我看来未必是件好事。

在这部分介绍了我在选择软件公司时的一些窍门，它虽然比较大轮廓，但在这个轮廓的指引下去做功课，我相信会有更好的方向感也更容易对软件类公司真正重要的信息提升敏感度。但这只是初步解决了更关注什么公司的问题，那么瞄准了一个公司以后，又该怎样去具体分析它的业务并且做到能够支撑投资决策的级别呢？下一章我以广联达为例，再现我当时分析这个公司时的工作场景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章　五个本质问题

会不会分析公司有两个比较关键的因素，一个是思路一个技能。从技能来说，如果一个人完全不懂财务指标或者对三张主要报表（资产负债表、利润率、现金流量表）的主要科目完全没有概念，那在分析公司的时候真的是举步维艰。想绕过这个技能实现对公司的深入分析，在我看来无异于痴人说梦。所以我一直建议任何一个想学习投资的朋友都一定要学习财务知识。一个好消息是，在大多数情况下对公司的分析并不需要特别高深的财务技能，更不需要达到注册会计师的水平。只需要做到理解三张财务表中主要会计科目的含义，以及相互间的勾兑关系即可。这些知识请参阅相关的财务知识丛书，本书限于篇幅不再展开。

财务技能虽然重要，但只是基础却不是核心。很多人具有很好的财务知识背景，甚至本身就是会计师，那是不是就一定会分析公司呢？显然不是。这就说明分析公司的思路才是最重要的。

思路是个什么东西呢？其实就是懂得如何去抓关键的线索，建立关键的逻辑。有一句话叫“画龙画虎难画骨”，因为龙和虎都是外在的形，好模仿。但骨确是内在的本质和规律，不容易把握。企业价值分析的思路正是这个“骨”，企业分析能力的高下也正在于能否透过表层皮毛等诸多细节的干扰，而直达本质核心。那么本质是什么呢？实际上无非就是回答5个问题：

第一，这是个什么样的生意？
第二，它的市场空间有多大？
第三，它是否有竞争优势？
第四，经营的历史和未来态势怎样？
第五，主要的风险是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、这是个什么样的生意?

通常在刚刚接触一个公司的时候,我首先会习惯性地罗列出一个数据表格(数据格式见下表，表格中的数据都可以从新浪财经的个股频道中获得）。这几个数据非常得简单，但不要小瞧它们，当它们组合在一起以后一个生意基本的轮廓就会逐渐显现出来。在前面的一章中已经对广联达的业务做了简单介绍，那么下面我们进行一个小游戏：在下表中我会罗列出来 3 个公司的数据，请读者朋友首先猜一下哪一个是广联达，再猜猜另外两个各像是做什么生意的?

观察项目	具体数据		
	A 公司	B 公司	C 公司
毛利率	20.6%	32.2%	96.9%
三项费用率 销售费用率 管理费用率 财务费用率	10.6% 1.76% 7.46% 1.36%	23.2% 18.75% 4.24% -0.11%	69.6% 33.7% 38.2% -2.3%
净利润率	10.06%	9.21%	35.5%
资产负债率	49.1%	73.5%	11.7%
固定资产比重	23.66%	10.5%	13.6%
净资产收益率	15.48%	31.4%	21.3%
总资产周转率(销售收入/总资产规模)	0.89	0.98	0.54
经营性现金流净额 / 净利润	0.63	1.18	1.34
过去 3 年营业收入增长率(顺序：13-12-11. 下同)	+45.9% +23.15% +152.9%	+19.4% +19.4% +37.6%	+37.4% +36.3% +65%
过去 3 年净利润增长率(扣除非经常性损益后)	+12.7% +2.48% +127.8%	+27.3% +36.7% +26.8%	+58.7% +10.7% +68.9%

总资产周转率 = 销售收入/总资产规模

以上数据以 2013 年为准。当然，这些数据是会随着经营状况有所波动的，因此实际分析中上述的这些数据我都会起码连续地看 3 年以上的年报，而且这里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现的指标只是一个简化的版本，在后面我会给出一个完整版本的观察指标。现在，希望读者朋友仔细地看看上述指标，然后自己先试着解读一下这些数据透露了哪些生意的信息？然后再对照下面的文字加深一遍印象。

首先我们来看看 A 公司。这个公司的毛利率比较低，销售净利润率也只有 10%，这样的利润状况显然既不是软件和奢侈品这种暴利的生意，也不是类似超市和物流这种利润率极其低的服务业，看起来更像是某种制造业的常见水平。那么它会是造什么的呢？从它的三项费用率结构来看，销售费用率极低，这可能说明两点：第一，这个生意在获取客户方面似乎并不依赖大量的营销或者复杂的销售网络，否则必然导致高销售费用率；第二，它很可能是某种大客户大订单类别的生意——对此的另一个佐证是，A 公司的经营性现金流净额只有当期净利润的 63%，这种较差的现金流状况通常在大客户大订单类的生意中很常见（因为客户强势，并且一笔订单占公司营业收入的比重较大，这就容易造成大额的应收账款，从而拖累现金流）。它的管理费用率较高，占到整个费用支出的 70% 以上，一般来说这意味着较高的研发费用的支出。从这点来看，它的产品具有一定的技术密集的特征，需要持续较高强度的研发。另外，它的财务费用几乎与销售费用相当，并且结合其近 50% 的资产负债率来看，这个生意还是资金密集型的，并且其扩展必然要求大规模的资本支出先行（固定资产比重较高，说明其业务需要大规模的生产线等基础投资）。

可以看到，A 公司过去 3 年的营业收入状况波动较大，这等于进一步提升了其大客户大订单生意模式的可能性。但同时我们可以发现，其营业收入的增速总体保持了较高的水准，并且似乎增长的弹性很大。这可能意味着这个生意尚处于成长期，未来可能还有较高的增长潜力。另一方面，A 公司的利润增速与收入增速非常得不匹配，这要么是由于其毛利率的波动引起的，要么则是其费用的增速远高于收入增速。在对其进一步的研究中，这种毛利或者费用的波动规律值得高度重视。当然，费用的阶段性高增长通常也常见于成长初中期的公司，这未必一定是坏事，关键是这种投入能对未来带来什么？

在《股市进阶之道》的“经营观测与守候”一章曾经将不同的公司归纳为三种主要的经营特征，即：高利润率，低周转率；低利润率，高周转率；杠杆型。从上述 A 公司的情况来看，非常接近低利润率高周转率这种类别，这种公司一方面关注其未来营业规模的空间、在产业中如何实现规模效益的战略，另一方面也关注当其规模达到强优势时是否会带来利润率的上升（通过削减费用，或者通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过产业链的垂直整合产生毛利率优势）？从现状来看，A 公司的 ROE 已经进入优良级别（15% 以上），这初步证明公司经营水平较高。但作为一个高周转类别的公司，它目前的总资产周转率只有 0.89，这个水平确实不算好。在后续的研究中，要观察是否存在产能投资领先而释放还不足的情况？也就是说公司当前是否正处于大规模的投资形成在建工程和固定资产，但这些产能还没有或者即将发挥效益？如果是，那么在产能利用率提升或者良品率提升的背景下，不但其营业规模将继续攀升，而且还会推动其总资产周转率的明显上升，从而达到更加优异的净资产收益率水平。

显然这个公司不可能是广联达。那么再看看 B 公司的情况——还是老规矩，参照 A 公司的分析方法，先自己对 B 公司进行解读，哪怕完全是猜测也没关系，重要的是去体会数据想要告诉你的东西。当这种体会成为一种习惯的时候，“生意”这个词就会显现出极其生动的一面。

B 公司与 A 公司有相似的地方，比如它的毛利率和净利润率也不高，也比较像是某种制造业。但你会发现它们的费用机构差别巨大：B 公司的销售费用占整个费用的绝大部分，这似乎显示其产品的销售依赖于大规模的营销活动和复杂的销售网络，一般来说它意味着这种产品距离终端消费者是比较近的，这显然与 A 公司高度疑似的大客户大订单类的特征以及更倾向于某种离消费者较远的中间类产品，有巨大的差别。B 公司的管理费用率较低，显示研发并非竞争的主要焦点。特别值得注意的是它的财务费用率居然为负数，这说明其基本不存在财务上的压力并且现金流状况极佳（后面 1.18 的现金流净额与净利润率之比也证明这点）——但让人疑惑的矛盾是，与此同时 B 公司的资产负债率却高得惊人，达到 73%。对这种矛盾，比较大的可能是它的资产负债率中绝大多数并非有息的借款等负债，而是拖欠上游材料商的应付款和预收下游经销渠道的预收款，这种假性的高负债率说明其在产业链中具有强大的优势地位。

另一个比较奇怪的指标是固定资产占总资产的比例，居然只有 10%。如果它真的属于制造业的话，那么这个指数就有点儿惊人了，这完全是一个轻资产类公司的水平嘛，甚至一些软件公司的固定资产占比都要高过它不少了。对此也有两种可能性：

第一，它确实是轻资产类别，不需要什么厂房生产线作为扩张的基础。但从我的经验来看，典型的轻资产生意大多强调高无形资产，而高无形资产的基础是差异化，差异化的体现是高净利润率。这与其 10% 不到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的净利润率和30%多的毛利率的特征显然很矛盾。

第二，它其实也需要大规模的固定资产投资，但如果它的流动资产占整个资产的规模非常庞大的话，那么显然固定资产占总资产的比例就会明显下降。考虑到它为负数的财务费用率，这种可能性是存在的。

B公司的净资产收益率水平相当的高，达到了31.4%，这确实代表了一个制造业公司非常了不起的经营和盈利水平。联系到前面它假性高资产负债率所表现出的产业链强势，基本可以肯定它是个大公司了。但仔细看它的总资产周转率，也并不高，仅有0.9。作为一个强大的低利润率高周转率类公司，这个总资产周转率水平显然难令人满意，一般来说这类公司的优秀水准应该在1.2以上。当然，总资产周转率也是两个数字的比值关系，分子是销售收入，分母是总资产规模。考虑到它优异的财务状况必然是以一个强大的流动资产作为基础，并且这也同时解释了其固定资产占比明显偏低的问题，所以可以倾向于推测B公司流动资产规模太大，从而导致总资产的规模过大，进而拉低了它的总资产周转率。

从B公司过去3年的收入和盈利状况来看，也确实体现了一个产业龙头和接近成熟期公司的特点：一方面是营业收入的增速逐渐下降并且较为稳健，另一方面随着规模效应的增强其利润的增速明显超越收入增幅。对这样接近成熟期的公司，主要还是考察其业务空间是否还有扩张的余地，另一方面就是由于它的资产负债表极其优异，现金流也好，如果再有较好的分红，那么在低估值的情况下可能是不错的投资选项。

最后再来看看三号选手，显然C公司才是广联达。在这套指标中，广联达将其产品化模式下行业应用软件公司龙头的特征表现得淋漓尽致。高达97%的毛利率和35.5%的净利润率，正是高度产品化软件公司的典型特征，高费用率也是软件公司的一大特点，从广联达的情况来看，其在销售和研发的投入上采取了并重的模式，两者的费用率相当。在《股市进阶之道》中我曾对广联达的战略有过简单的介绍，它一方面采取了建立直销队伍的方式去覆盖下游大量的建筑施工公司，这导致了前期销售费用的高企和管理上的高难度。但一旦这套销售网络铺设完毕，就具备了在这个网络上持续投放新产品的能力（与之相比，它的竞争对手们普遍选择了借助经销商去开拓市场，虽然初期节省成本并且见效快，但越到后期新产品的拓展就越困难——因为应用软件属于典型的需要强大售前售后支持的业务，经销商队伍是根本不具备这种能力的）。所以在费用的表现上，13年之前广联达的销售费用率高，研发费用率低，但从13年开始研发费用率赶超了销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售费用率，证明了这种“先铺设网络再源源不断投放新产品”的战略得到验证。广联达也由此从早期的“大网络，小产品”过渡到了“大网络，大产品”阶段。

从指标来看，广联达的现金流状况极好，经营性现金流净额超过当期净利润近35%，资产负债率极低，财务费用为负数，典型的现金流极度充裕。当然也由于现金流太好，所以导致资产负债表中有大量的闲置现金，从而拉低了它的总资产周转率。但即便如此，它的净资产收益率依然超过了20%，至于其ROE未来可能的高度，我们会在后面的章节结合业务情况予以分析。从过去3年的营业和利润增长状况来看，收入保持了较高的增速显示业务发展势头良好，净利润中除12年明显低于收入增幅（这点在《股市进阶之道》中已经有过介绍，是公司当年趁行业不景气而加大了人才储备导致费用增高），其他两年增幅都明显超过收入增幅。

说到这里，不知道有没有看过上一本书的读者联想起了什么？没错，正是估值中折价与溢价的原理。在决定溢价与折价的三个要素中（价值创造的不同阶段、生意模式的差别、盈利预期的确定性），从这个指标体系中其实我们更容易看出来的是生意模式的差别。比如广联达的生意属性就高度符合DCF三要素（资本支出极少、业务产生强大的现金流、在建筑信息化行业相对垄断的地位提升了其经营的稳定性）。如果随着后续的研究，还能发现它同时具备另外溢价的另外两个要素（处于价值创造的初级阶段，具有广阔的成长潜力；具有强大的竞争优势，其业务实现的概率较高），那么就可以确定其属于经常性溢价的品种。

而A公司和B公司从溢价与折价的要素分析来看，则各自有一定的缺陷。比如B公司的现金流状况好竞争优势也明显，但其已经接近价值创造的后段。而A公司的业务冲劲足，也许还具有广阔的成长潜力，但其生意模式本质上背离DCF三要素的要求（主要是资本支出多，难以产生自由现金流），从长期来看不属于溢价的品种。现在也揭晓一下谜底，A公司和B公司的真实身份是立讯精密（主要做电子连接器，属于电子零配件制造业）与格力电器，大家可以结合它们的财务报表来对照一下上面的指标解读，看看这些指标是否确实提供了很多的暗示？

其实我想通过这个例子说明的是，真正的投资人总是在“画骨”。我们所看到的一切资料和数据指标，都不能浮在表面上的就事论事。它们必须服务于“理解生意”这个最根本的目标，而理解生意的必然结果就是认识其本质上是溢价还是折价的。只有这种程度的认识，或者说试图向着这个方向去努力，才能拉开与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


一般投资人思维境界上的差别，也才可能获取超额收益。在分析公司的时候，我往往故意先不去看这个公司具体的年报和券商分析，而是先用上述的方法来建立个模糊的生意特征上的概念。我发现这样做的好处是可以不被一些基本面的细节迷惑而失去公司观察的大局观，也容易发现一些问题从而在后续的研究中聚焦在重点信息上。

二、有没有市场潜力？

在上面的分析中，基本上可以确定广联达的生意模式是不错的，但决定它内在价值的另一个重要方面还是成长性上。如果它具有较为广阔的成长空间并且处于价值创造的初级阶段，那么结合上其优异的生意模式，才能推测其比较符合溢价的估值特征。

在看成长性时我们可以首先考察一下建筑信息化的市场需求。广联达的下游客户中以建筑施工企业为主体，据其招股书及券商报告的资料披露全国的建筑施工公司一级资质以上的企业大概有 6000 多家，其他施工企业有 5-6 万家，而各种施工企业下属的项目部高达 40 万以上。我国的城市化率在 2013 年达到 53.7%，据统计城市化率每提高一个百分点预计将带动 1 万亿以上的投资，因此建筑施工行业的绝对规模在未来还有较大的提升余地。同时我国的建筑业呈现典型的规模庞大但盈利能力低下的局面，据统计我国每年完成 15000 亿的工程量但企业产值的利润率却只有 1%，劳动生产率更是只有欧美国家的 4-5%。根据英国 Latham 报告显示，英国建筑业通过信息化手段在 5 年内节省了约 30% 的建筑项目成本，同时缩短施工工期 15%。韩国从 1998 年到 2005 年分 3 个阶段实施建筑企业信息化，达到缩短工期 15-20%，节约工程费用 10-20% 的目的。同时缩短文档处理时间 90% 并减少 80-90% 的文档和设计用纸。可见，建筑施工行业是一个典型的极大规模与极低利润率的行业，而信息化能带来企业效率和成本管理的提升，对于建筑施工企业的盈利提升有显著的帮助。

然而目前我国建筑企业信息化的投入相比国际先进水平相差巨大，据统计美国和日本建筑施工企业在信息化上投入的金额分别为其营业规模的 0.3% 和 0.6%，而中国信息化投入最多的前五名建筑企业平均投入也仅为收入的 0.027%，总体差距超过 10 倍。对于中国目前大多数的建筑施工公司来说，其信息化的水平才刚刚进入脱离手工作业阶段，相比较我国其他行业（如金融、电信甚至是医疗机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构）的信息化进程来说是远远落后的。比如 2007 年建设部才在施工总承包特级企业资质中首次对信息化提出了明确要求，而早在 1997 年的时候我国医院的三级甲等评审中已经对信息化做出了明确要求和规范，可见建筑领域信息化进程之落后。

截至 2013 年，广联达财务报告中披露公司已经拥有各类企业客户 15 万家，营业收入 13.93 亿元。(由此我们可以算出广联达在每一个企业客户身上开发出的市场价值大约是 13.93 亿 /15 万客户 =9286 元。)辛辛苦苦开发一个客户，结果创造出的收入才 1 万块钱都不到，这其实准确地反映了前面分析过的产品特征：高度产品化的工具类软件单价低，并且目前缺乏杀手级的应用。

然而这种情况是否正常或者说未来的演化趋势是什么呢？就目前而言，建筑施工领域的信息化水平确实是相当低的，大量的公司才刚刚摆脱手工计价的阶段。但信息化这个东西在我的体会里是一旦开始，其进程就是不可逆的。回想上世纪九十年代末期的时候，我在医院做信息化项目时，一套系统也就是卖个二三十万，系统也仅仅是帮助门诊收费和住院收费、病案等有限的几个科室摆脱手工作业。然而此后的十几年间，医院信息系统的应用模块逐渐膨胀到几十个以上，整个医院从前台的收费科室，到核心的临床科室及人员，再到后台的物资和院长办公室，几乎所有的职能端都实现了信息化。一套系统的价格也扶摇直上，以前一百万的订单就会在业内造成轰动，现在上千万的项目也仅被视作普通大单而已。这一进程当然有波折，但我确是亲眼见证了行业信息化应用一旦启动就不可逆的过程（其他的金融、电信等领域，哪一个是例外呢？）。现在如果哪个医院的信息系统瘫痪就会连处方都开不出来了，收费员更是早已不记得各项目的人工计价表，从这点来看建筑信息化其实才刚刚到个别前端的部门和职能摆脱手工作业的初级阶段。我的个人判断是，未来建筑施工行业的信息化会不断地沿着职能横向渗透，鉴于建筑业业务复杂涉及大量物料和人员管理，品质和成本管控趋于严格等基本业务特征，其未来不但会产生越拉越多的应用，并且产品组合丰富后也将明显提升单个企业客户的平均销售收入，而这将成为拉动广联达成长的一个长期因素。

根据公司资料可知，整个建筑信息化可以分为设计、造价、施工、运维等几个大的阶段，每个阶段又根据职能和管理层次的不同可以分为作业层、管理层和决策层等三类职能。根据公司财报和调研中的披露，广联达目前的状况基本如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	设计阶段	造价阶段	施工阶段	运维阶段
广联达产品的渗透度	有一款产品	目前 80% 的收入来自此领域	自 14 年开始快速推出产品	收购了欧洲公司进入
主要使用者客户	设计师等	造价员，采购员等	技术员，项目经理，材料管理、资料管理等	物业管理等
行业需求的广阔度	很大	一般	极大	很大
市场竞争的烈度	已经有 Autodesk 这样的垄断巨头	广联达市场占有率高，也存在鲁班等地区性公司的竞争	目前行业应用基本是空白，除了项目管理软件外基本没有竞争对手	国内应用尚未规模化展开

从上面这个市场竞争格局表中，可以看到广联达的"过去和现在"来自于造价环节，主要产品是计价和算量类软件，主要的使用者是造价员。全国目前有 60 多万的造价员，理论上而言每个造价员都需要计价和算量软件。在过去，广联达主要靠计价软件由小公司成长为行业中的龙头，但目前计价产品在市场中的渗透率已经超过 90%，未来的增长比较缓慢。随后从 11 年开始算量软件成为广联达的主推产品，截止 2014 年末已经占到软件销售收入的 40% 左右，并且还保持着 20% 左右的增速。算量产品目前在行业中的渗透率处于中期（几年前有资料认为渗透率在 50% 左右，目前估计超过 60%），未来随着进一步的应用渗透和广联达市场占有率的进一步提升，还有望保持稳健的增速。在造价这个领域的市场竞争也较为激烈，虽然全国性的软件公司只有广联达，但在各个区域地方市场上也存在着鲁班软件等公司的竞争。这就是现状，那么未来呢？

在公司的调研交流中，公司谈到一个比较关键的信息：在建筑信息化领域内，各个环节市场空间的容量从小到大依次为：造价环节 < 设计环节 < 运维环节 < 施工环节，这其中一个关键的原因在于不同环节的职能人员数量差别很大，比如造价环节的造价员人数在 60 万左右，设计环节的设计工程师高达 120 万人左右，到了施工环节的职能人员数量则是数百万到千万级别的。并且从业务的复杂程度上来说，造价环节也是最简单的，施工环节既是最为复杂的也是建筑施工类企业的核心业务。另外，施工环节的业务还有两个重要的特点：

第一，属于竞争烈度很低的蓝海市场。在这个环节基本没有竞争对手切入，因为其他的竞争对手都还在造价环节被广联达压制着，无力研发推出大量的新产品，这点我们在后面的竞争优势章节会有分析。

第二，施工环节的业务对固定资产投资额的波动不敏感，这与造价业务形成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明显的对比。因为全国每年存在的项目部多达 4、50 万，施工业务截止 14 年底所覆盖的项目部不过几万家，产品组合也很少，固定资产投资额的波动对既存的项目的影响很小。

因此从各方面来看，施工业务很可能会成为广联达孕育的下一个杀手级产品！这个板块的产品从 13 年才开始初步试水，到 14 年 3 季度达到将近 5000 万的收入，并且增速高达 330%，全年的收入应该过亿。从这个业务的基本面来看（下游客户极多、产品组合会很多、竞争很不激烈），它的总价值超越计价与算量市场之和的可能性非常大，并且相信未来的几年内，施工板块也会成为广联达推进的战略重点。

另外 2 个值得高度关注的业务是广材网与旺材电子商务，它们的共同点都是标志着广联达从一个传统的应用软件公司，开始向着互联网公司转型。广材网其实也是造价环节的业务，服务于造价员寻找各自材料的价格讯息。但广材网与广联达以往的工具类软件非常不同，它是一种基于互联网形式的信息增值服务，在经过 13 年的试点后 14 年增速达到 150% 以上，收入也将过亿。目前其业务规模和盈利能力都尚处于初级阶段，未来与施工环节的软件业务一起有望构成下一阶段新业务增长的核心引擎。旺材电子商务是个全新的业务模式，在 2 年内不会对公司有财务上的明显贡献，但它切入的建筑材料 B2B 市场是一个数万亿交易额的海量市场，一旦成功将对公司的价值构成颠覆性的重构，但就目前来看这块业务的不确定性也非常大。

综合来看，目前广联达单个客户平均创收仅 1 万不到的状况与建筑信息化的潜在市场空间极其不匹配。中期来看施工环节工具类软件和造价环节的材价信息业务都非常可观：施工领域每年新增及存量的项目部数量就有 50 万左右之巨，假设未来施工产品的最终渗透率达到 80%，单个项目部的产品组合价格达到 2 万元（据公司披露，仅目前已经推出了施工环节的 6 个产品，其无折扣时的价格合计就约为 3.7 万），并且广联达占有这个市场的 80%，仅这一部分的市场空间就高达 64 亿，这个不用那么精确，但简单算算就知道属于一个几十亿级别的市场。而 2014 年广联达的全部营业收入预估也不过才 17 个亿左右，仅施工环节的市场潜力就足够广联达再成长 4 倍！

材价信息业务的目标是覆盖所有的造价员，并以会员费、广告费、人工增值服务等多种手段创造价值，以广联达 15 万企业客户渗透率 90%，单个客户平均收入 1 万元（仅会员费根据不同级别就在 5000 到近万元之间，这里完全不算平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



台的广告费）计算，这部分的业务收入也超过 13 亿——与材价信息配套的指标信息服务也即将推出，这部分的市场潜力与材价信息基本相当。这还没算上算量产品起码还有 1 倍左右的增长空间，计价产品每隔 5 年左右就会有一次政策性的定额更新（导致软件升级和服务费），项目管理软件、新推出的 BIM 系统、旺材电商潜在的巨大交易量潜力等等。另外这里也完全没有考虑未来运维阶段的巨大市场空间，据公司披露在海外专注于运维阶段的软件公司中，最大的 Archibus 公司的年营业额已经超过 20 亿美元（由于海外建筑施工新开工的高峰期早已过去，因此运维是国外建筑信息化的主要领域）。

广联达提出过 100 亿营收的战略目标，当然种口号不能当真。但基于建筑施工行业的基本特征（客户数量以几十万计、业务非常复杂、信息化程度在各行业中算倒数、信息化的成本效益非常适合这种大营业额极低利润率的客户）以及建筑信息化可见的竞争格局（广联达一家独大，特别是在造价和施工领域接近垄断），可以合理推测这个目标并非完全不具备现实基础。换一个视角，以 100 亿的收入目标反推的话，大致相当于目前 15 万企业客户平均创造 6.7 万的软件收入，如果考虑到未来其新企业客户还有一定的提升幅度，那么以 20 万企业客户来算平均每个客户只需要创造 5 万的收入即可达到——从常识来看，一个稍微具备点儿规模的公司在信息化软件上投入 5 万元是否是一个离谱的估计呢？至少在我看来，这依然是一个非常低的水平。如果我们认同传统行业借助信息化提升竞争力和效益将是社会不可逆的趋势的话，那么就目前的局面来看，广联达所做的一切其实才刚刚从成长的襁褓中站立起来而已，其最终的盈利规模虽然无法精确衡量，但大致推算为 5-10 倍这个级别是具有逻辑基础的。

三、有没有竞争优势？

竞争优势在我看来一般分为三种情况：一种是先天就有高壁垒和较强的差异化的，比如名优白酒（其实也是逐渐演化得来的，只不过今天来看其品牌壁垒已经是既成事实。又比如某些公共事业设施也是如此）。另一种是本来行业是高度同质化的，但一些公司通过高效经营而逐渐与同行拉开了差距，并且这种差距慢慢地从量变到质变，最终变为了强大的竞争优势。最后一种是行业的进入壁垒实在太低，并且整个行业的同质化严重，客户的需求比较随意或者行业的格局由于某种因素而很难稳定（比如竞争主要取决于技术，但技术的颠覆性变化又太快），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种情况下是很难出现可持续的竞争优势的。在上述这3种类别中，第三种很难持续地创造价值；第一种的壁垒是最高的，也是持续期最久远的，但让它们卓然不同的特殊资源优势，往往也容易成为困住它而难以持续扩张的陷阱；第二种介于两者之间，相比第一种它的壁垒没有那么难以重置，但它的扩张潜力往往更高，因为不存在特定资源的限制。相比第三种，它经过惨烈的市场竞争后能够提升行业的整体壁垒，从而让行业格局趋于稳定，这是第三种类别的公司很难做到的。

广联达就是属于第二种情况。在广联达刚刚进入建筑信息市场的时候，这个行业是高度同质化的，包括广联达在内没有公司具有什么真正的竞争优势，无非也就是谁的客户更多些，谁的产品推出得更早些而已。但广联达通过一系列的差异化举措，一步步地提升其经营上的独特价值，并且在这个不断量变的积累过程中慢慢地成为了当前的质变。这样的例子其实还有很多，比如北新建材的石膏板也是从竞争烈度很高的产业走向一家独大的准垄断格局，同样可能正在上演这一幕的还有东方雨虹的防水业务。

下面我们简单回顾一下这个过程：

发展阶段	基本情况
同质化阶段	在广联达创业初期，全行业普遍高度同质化
营销差异化阶段	依靠强大的直销网络，成为造价环节唯一的全国性公司，量变达到一个临界点
业务差异化阶段	依靠强大的现金流通过自行研发和收购，密集推出大量新产品，开始介入整个建筑信息化的全生命周期
垄断平台化阶段	以软件的霸主地位为依托，向着互联网以服务为核心的模式升级，成为建筑信息化的大平台

观察一个公司特别需要注意的就是理解它的成长脉络，而不仅仅关注它的业绩表现，因为前者是因后者是果。通过梳理一个公司“为什么能成长到今天”，往往就会有利于我们理解它的未来。当然这点说起来容易，做起来不但不容易而且挺麻烦的。(以广联达为例，我为了理解它的成长脉络，不但要从招股说明书开始把各个阶段的年报都通读，还经过了几次现场的调研和与管理层的交流，然后再从管理层提出的战略方向、每个阶段的完成情况、结合财务报表的数据趋势，最后才把这个逻辑逐渐梳理出来。)不过并不是每个公司都需要做到这个地步，大多数的公司是缺乏长期吸引力的，只有通过初步分析认为具有长期吸引力并且又属于高价值公司的目标，我才会下功夫去做这些事情，所以说到底还是要以对“高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地区都可以找我们 10倍保证金 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值公司”的一种敏感度为基础（这是下一节讨论的重点）。

回到主题，从广联达的发展脉络来看，它就是一个典型的从无序和充分竞争的市场里，靠着高效经营实现从量变到质变竞争优势的典范（高效经营本身算不上强壁垒，它不过是战略更准一点、行动更快一点、执行更好一点而已。但重要的是高效经营的结果是否造成了公司相对同业竞争者极不对称的地位？格力电器就是通过高效经营成功的典范，万科虽然也是典型的高效经营领先，但房地产行业就不容易出现压倒性的优势，地产的位置和价格往往在局部市场中更为重要）。创业早期的广联达与它的同行们一样，只不过是个造价软件的小生产商，既无技术上的优势也无占得市场的先机。但随后“建立直销渠道”这一重要决策的实施，开始让广联达在市场营销层面脱颖而出——我们已经不知道它具体是如何完成了这个困难的过程，但它至少验证了我们之前”软件公司选择方法论“中的一个重要观点：对创业初期的软件公司来说，销售比研发更重要。与之相对应，我们也可以发现在现在广联达以总经理为代表的高管团队里，好几个都是从销售岗位上一路成长起来的。事实上，广联达 2010 年的成功上市，主要可以归功于这一市场战略的成功。但截至那时为止，除了营销和服务网络的差异化和销售规模的领先外，它与同行们其实也没什么本质上的差别。

从 2012 年开始，营销网络带来的量变开始慢慢地走向一个临界点。一方面，它通过收购上海兴安得力、杭州擎洲软件实现在地域上的进一步占领（特别是华东这一重要市场），另一方面又通过收购北京梦龙、芬兰 Progman 实现在产品品类上的扩张（前者是项目管理软件，后者是运维阶段的设备管理龙头）。同时研发部门这 2 年间高密度的推出各种新的应用产品，范围涵盖造价、设计和施工多个环节，类别横跨工具类和互联网模式。可以说，现在的广联达已经在资本规模、产品丰富程度、市场占有率、品牌认知度、人力资源等方面与同行形成了本质性的差别。我们不妨看一个细节：

2014 年初公司收购了杭州擎洲软件，据资料介绍浙江历来是我国建造大省，杭州擎洲软件作为这一地区建筑信息化的标杆性公司，应该说代表了目前建筑信息化地区性龙头公司的较高水平。但通过公开资料我们会发现一个惊人的状况：2013 年擎洲的营业额只有 2200 多万，与之相比广联达在 2013 年光是研发支出就有 2.8 亿之巨，是擎洲软件营业额的 10 倍还多！ 13 年广联达的销售和管理费用之和达到 10 亿人民币，可以想象行业内任何一个地区性的软件公司都根本无力在产品研发、销售网络甚至软件价格上与广联达相抗衡（经业内朋友了解，广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联达的一款结构设计软件产品就通过免费和极低价格试用的方式，挤垮了专研这个产品的某个小公司）。在2012年上海的某个建筑软件公司曾经质疑广联达造价，因为在他看来建筑信息化市场远远没有广联达的营业收入那么大的规模。对这一事件的财务和动机上的分析请参考《股市进阶之道》212页的相关分析。这里想要说的是，从这一事件上也可以看出广联达在行业内的领先已经到了竞争对手看不懂和不敢相信的程度。

那么这种领先地位会不会被竞争对手颠覆呢？这里有一个关键性的问题，就是行业应用软件到底是靠什么胜出的？我的看法是行业软件不是靠天才和革命性技术创新推动的，而是靠日积月累的行业理解和产品延绵不断地推陈出新来推动的，这一切的前提是足够的人才加足够的资金投入。在行业应用软件领域，“行业”是前提，“应用”是关键，“软件”只是手段。而“应用”的前提是什么呢？是长期对用户需求的积累以及折磨人的试错和用户习惯磨合——这个才是行业应用软件的最大壁垒！也正因为如此，广联达从外部环境来说很难被纯高技术巨头颠覆，从行业内部格局而言对圈内的竞争对手又形成了数量级的优势。

从擎洲软件的命运也可以看到这点，这些区域性的软件龙头由于历史机遇而在某一地区站稳脚跟，但多年来并未实现产品覆盖上的重大升级，一直还在吃老本。所以站在行业竞争的角度，广联达确实具有了霸主的气息。再下一步，它很可能将利用软件业务积累起的垄断优势，推动自己向着平台化公司去发展，对这一点我们在经营的质量和态势中将予以分析。

四、是不是高价值企业？

前面说过，对公司的分析中提高对“高价值企业”的敏感度是很关键的。在《股市进阶之道》中我曾对这个概念有过一个论述。分别为商业价值，生意特性、价值创造阶段、竞争优势和管理层。这几条如果再细分一下，可以用以下这个表格来作为思考的引导：

价值项目	高价值企业特征	广联达的对应情况
大行业小公司	行业市场空间较大，未来集中度可能较高，相对当前业务规模还有10倍以上的成长空间。	根据上述的市场潜力分析，大致推算其还具有5倍以上的潜在增长空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以开户 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值项目	高价值企业特征	广联达的对应情况
低边际成本	营业规模的扩大不需要大量的资本性支出，也不受限于难以持续获得的特定自然资源、人力资源（比如难以获得足够多的专业人才）。	作为增长主引擎的施工业务和互联网业务分别是高度产品化和互联网模式，其扩张的边际成本极低。
高客户黏度	业务具有牢靠的客户基础，客户并不容易轻易地更换其产品，或者具有选择其产品的更大的倾向性。	产品直接作用与客户核心业务，业务专业化程度很高，客户转换有一定成本。特别是建筑信息市场需要交流的数据较多，一个统一标准的数据格式能降低客户成本。
弱周期性	与宏观经济波动的关联度较低，具有长期意义上不断增长创出业务新高的较大确定性。	建筑施工市场在当前明显受到房地产投资增速的波动，所以行业下游的周期性是明显的。广联达正在通过大力发展施工和互联网交易等与固定资产投资联系不紧密的业务来降低其对宏观经济的敏感性，但就未来1–2年而言其对周期的敏感性依然是明显的。
强竞争优势	对于新进入者有较强的业务壁垒，整个行业的门槛能够持续的提高，其竞争优势不容易被快速的颠覆。	在建筑信息化市场中已经呈现出霸主气息，并且由于行业信息化市场中技术因素较弱，客户基础和对专业知识的长期积累才是关键因素，因此其地位很难被技术和资本等因素快速颠覆。
R特征	净资产收益率（ROE）水平还有较大的提升幅度，当公司进入均衡期后（即行业格局稳定其业务也相对成熟时期时）其ROE的绝对水平较高。	当前20%出头的ROE水平还有很大的提升空间（顶峰期的ROE乐观来看可能超过40%），均衡期的ROE也仍然高于当前水平。当然这里的测算涉及因素较多、难以精确化，只是作为定性认识。
(扩张的持续期) N特征 持久性	无论是业务的可持续发展空间还是竞争优势的牢靠性都能维持较长的时间。	建筑信息化仅仅出于初期的低水平阶段，广联达在行业内一枝独秀的优势尚看不到强有力的挑战，未来如果其平台化战略得以成功实现，这种垄断地位甚至会进一步加强。
g特征 资本扩张	净资产还有广阔的增长空间。	典型的轻资产特征，现金流极佳，基本不需要再融资。其净资产的增速主要取决于利润增长规模和分红。考虑到其广阔的利润增长潜力和较高的分红比例，未来其净资产的绝对增长潜力还较大，但其增速会明显低于净利润增速。

以上这些指标大多很好理解，其中比较复杂的还是R、N、g这三个因素。RNg的分析视角最早是由徐星投资的张东伟先生提出的，这三个因素最重要的作用就是判断一个公司到底处于什么价值周期？是价值扩张阶段、价值回升阶段还是价值回归阶段？这方面的具体解释请参考《股市进阶之道》的第140–142页。就像我在其中说的，企业的经营分析可以有很多视角和切入点，但如果一定要选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择一个最重要的视角的话，我认为就是要判断它到底是处于价值创造的哪个阶段？这一判断，既直接影响到估值中枢的设定，也将决定你的这笔投资能否获得超额收益。

如果你将一个大牛股（特别是持续增长了3-5年以上的长期大牛股）的ROE数据与其股价的增长做一个完整的对比的话，就会发现一个有趣的现象：一个公司ROE从低到高的过程往往是其股价弹性最大的部分，但当R因子达到30%以上也通常意味着到达一个弹性的高点（这点并不绝对）。这时其是否还能维持在高价值（或者说高估值）的焦点就转化到了N因子（持久性）或者g因子（资本扩张），前者取决于需求长周期景气和真正强大的竞争优势，后者取决于生意特性对资本复制的能力。

真正的高价值公司至少兼有R、N、g中的两条，高R和长N往往是差异化突出的高利润低周转生意类别，长N和大g往往是规模化突出的低利润高周转生意。而无论哪种，N都是必不可少的因子（所以这也是为什么要强调企业长期成长空间和竞争优势的原因）。这既暗合了高复利的本质（因为“时间”是复利奇迹中最不可获取的因素），也揭示了投资中前瞻性和耐心的必要。

让我们把思维再深入一步。在R/N/g这三个要素中，显然R是有限度的——一般情况下ROE达到并维持在30%已经是很优异的结果，极少数客户黏性大的轻资产企业可以超过50%，但也仅此而已。所以对于ROE是否已经到达高点，我们并不难从定性的角度予以判断。

但N却是相对无限的。一个成功的企业的经营空间和存续期往往屡屡超过市场的预料，那些真正的长牛股几乎都是如此。所以决定一个公司投资价值的因素中，最重要的一条其实就是可持续性（投资又何尝不是呢？暴涨暴跌的那种绩效无论对于公司还是对于投资人来说都是风险极高的）。而决定一个公司业务增长是否可持续的因素中，最重要就是业务的长期增长空间和在行业内的竞争优势。仅仅有很好的业务前景，但是缺乏真正强大的竞争优势（或者这个行业本身就很难产生持续的竞争优势），其业绩增长往往只是昙花一现或者行业景气波动的产物，这种公司是不具有估值溢价的。另一方面，仅仅具有看似很强的竞争优势甚至是垄断市场地位，但其业务已经高度成熟，既缺乏广阔的增长潜力、本身的经营要素也接近顶峰（表现为ROE极高），往往预示着它将进入高峰向下的拐点，这种公司同样不具有溢价的基础。

这也是为什么越是接近成熟期的公司，市场的估值越容易准确。因为这个时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候它的 N 已经所剩无几（注意，N 代表的是其扩张的持续期，而不是存在的持续期。一个成熟的公司其现存业务可能还够它活 20 年，但那只是原地踏步的存活，而非扩张），未来很难通过持续的扩张创造新的价值增量，这个时候它的市盈率或者市净率必然要折价，估值反应的无非只是它当前业务的存量价值或者资产重置价值而已。所以历史上一旦大盘股全都溢价的时候，十有八九已经是牛市的顶峰。而越是距离其 N 的终点很远的，就越难以公允——90 年代的华为或者 2000 年初的阿里巴巴该给多少市盈率呢？所以识别长 N 的公司，认识长 N 的来源，对于长期持有型投资人来说不但是关键，而且是必须。也正因此，长 N 的公司的最佳投资策略必然是长期持有（注意，长期持有是战略，这不代表过程中不能根据具体情况作策略性的仓位调节）。

g 是一个从属性较强的参数，但它的参与会让 R 和 N 之间达成某种完美的衔接。比如，一个公司的 ROE 可能已经达到 30%，它的 N 还很长，但为了持续的扩大经营它可能需要融资扩大生产线。一次融资之后，公司的净资产得到了极大增厚（也就是 g 突然增大），同时也就将公司原来的 ROE 拉低了（比如回到 20%）。如果公司扩大投入的这个业务依然可以保持原来的盈利水准，其 ROE 在未来还将提升到高点。而如果那时它依然处于扩张器，那么增发——摊薄 ROE——ROE 回升的故事就会一直循环下去。这个故事演化的过程，我们管它叫“长期大牛股”。

需要注意的是，RNg 的视角虽然有助于我们把握一个公司的长期投资价值，但是其对于短期的投资收益提升是没有必然帮助的。一个注重于长期业务吸引力和牢靠竞争优势的投资人，并不意味着他能获得更高的阶段性超额收益。找到更长的 N 的本质意义是使得投资组合有更大的概率穿越周期波动、让投资可以剔除大量的决策噪音而保持一种简单朴素的内核，从而使投资收益的可持续性更强，进而让投资进入复利效应。如果仅仅是以 1，2 年的视角来看的话，这种方法未必体现出什么优越性（事实上我并不知道什么方法可以确定的提升短期的收益概率）。不过，在实践中我的体会是这种视角比较有利于把握突发的买入机会，因为只有对一个公司经营的本质有比较透彻的认识，才可能对其 ROE 的高度和可持续性的 N 有清晰的判断。当这样的公司因为突发的利空或者板块波动等因素而短期大幅下跌时，投资人更容易过滤短期的噪音而果断的买入。一旦有这种机会出现，那么果断的行动不但能提升长期收益率，而且对短期的超额收益也有明显的提升——当然这一切必须建立在正确的判断上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合来看，广联达目前的情况显示出较为典型的高 R 和较长的 N，其处于典型的价值扩张期。

五、经营的质量和态势?

在公司的分析中经营的质量和态势比具体某个会计阶段的业绩精确估计要重要得多。精确的业绩估计既很难做到，也没有太大的意义。这就像看一个小孩，每年你纠结他到底是长高了 4.5 厘米还是 3.9 厘米的意义并不是太大，最关键是你要确保他的生长和发育的综合情况是不是健康？不同公司业务差别很大，这种观测需要具体问题具体分析。对新手来说这块一般比较难把握，难在两个方面：第一是对相关的财务指标不怎么理解；第二是难以抓住不同公司观测的侧重点。这方面真的没有什么轻松搞定的诀窍，必须首先理解必要的财务指标（特别是 ROE 的内涵和杜邦分析），其次对不同的公司需要大量阅读相关报告（券商报告的结论不能直接采纳，但报告中经常可以找到一些有用的数据）和资料（年报、公司网站的投资者互动问答等），这点真的是没有什么捷径。投资在某种程度上就是个体力活儿，对职业投资人来说更是如此——外表看起来相当轻松，不用打卡上班时间自由。（但那么多个日间目不转睛地翻阅一篇篇报告，为了找一个数据可能就要折腾大半日；那么多个夜晚的孤灯下，依然坐在电脑前在一团乱码的海量信息中梳理投资的关键逻辑，这些又有谁能看得到呢？所以投资哪里有什么奇迹？其实都是大量功课的积累。）第二部分的案例集会展示分析的一些规范和窍门，但真正的功课真的是没有人可以代替的。

回到广联达的案例，如果事无巨细的看肯定有相当多的东西需要考虑。但我们这里根据它的业务特点只浓缩到 3 个方面：ROE（净资产收益率）的杜邦分析，人均创收和创利，收入和费用结构及趋势。之所以选择这 3 个指标是因为：净资产收益率是一个公司盈利能力最均衡的评价指标，也是其估值的最重要参考因素之一。而软件公司最大的资产和费用都是人力资源，所以人均创收和创利最能体现软件公司运营的质量。收入和费用的结构和趋势，则揭示了其在短期 1-2 年内增长的侧重点和观察其业务发展是否顺利的重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以开户 比保证金低 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 净资产收益率

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年三季
净资产收益率	14.99%	15.02%	15.74%	21.31%	16.47%
销售净利润率	36.51%	37.91%	30.88%	35.57%	39.04%
总资产周转率	0.41	0.38	0.46	0.55	0.39
权益乘数	1.1	1.09	1.1	1.12	1.09

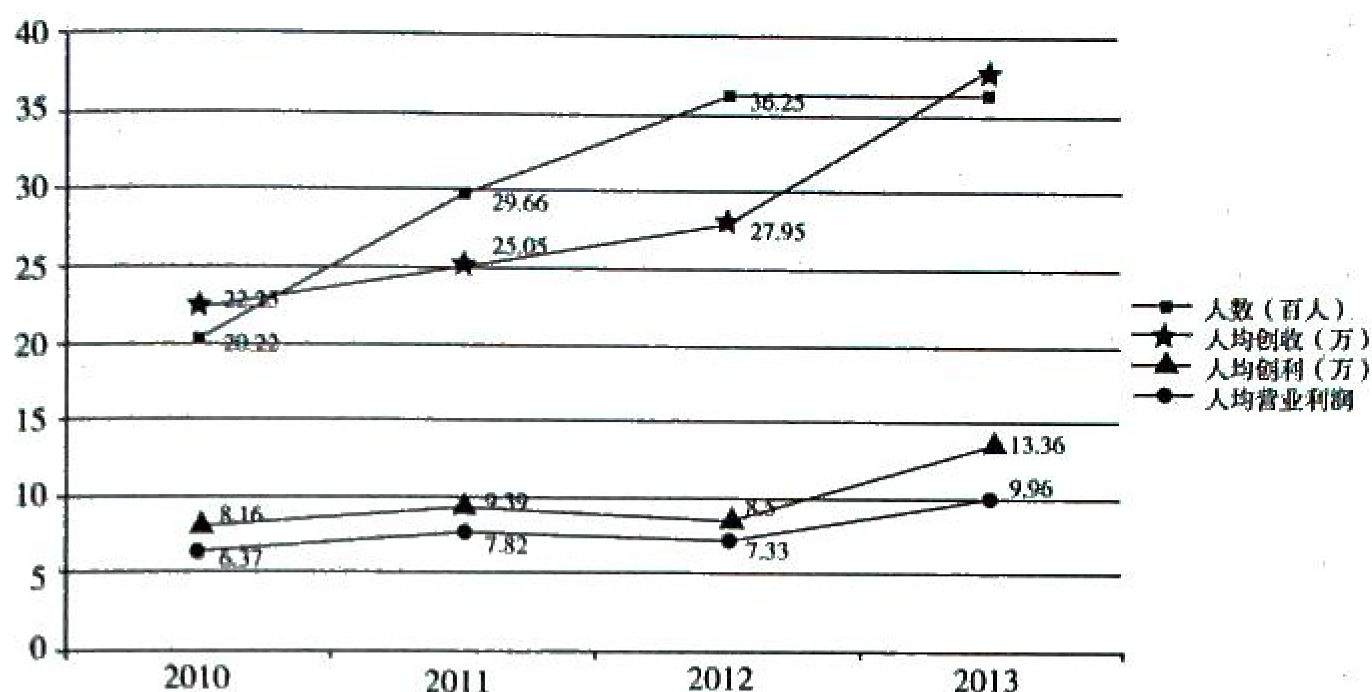
广联达的净资产收益情况显示了其经营的稳健。虽然从 10 年到 14 年间宏观经济的起伏较大，它作为建筑信息化公司也受到了一定的影响，但连续的来看，它的净资产收益率还是持续并且稳健地向上提升。(ROE 的提升动力中，可见销售净利润率有所起伏（因费用率的波动，和增值税退税的干扰），权益乘数基本无变化（基本无有息负债），最主要的推动因素来自总资产周转率，也就是销售规模的持续攀升，未来预计还是会延续这一趋势特点。)值得注意的是，14 年末预计广联达的 ROE 大约会在 23% 左右，这距离一个优秀软件公司的最佳 ROE 水平还很遥远：广联达在上市前的 ROE 高峰达到 50% 以上，美国的统计数据表明从 1995 到 2007 年间软件业的 ROIC（投入资本回报率）平均值居然长期维持在 40–45% 之间，IT 业的 ROE 平均值也达到了 43%，这至少证明对于优秀的软件公司而言，40% 的 ROE 是一个标志性的区间。也就是说广联达如果从价值创造的大周期来判断，还仅仅处于初中期阶段。

另外，广联达是在 2010 年 5 月 IPO 上市的，但当年的加权净资产收益率就接近了 15%。我发现一个很有趣的现象：不少长期的大牛股都显示出“上市当年 ROE 就挺高”的特点。一般来说刚上市获得了大额的募集资金导致净资产一下子膨胀太多，这时 ROE 都是公司的历史性低点。在这种情况下如果还能获得将近 15% 的 ROE，那往往说明这个公司的生意盈利能力特别好，行业对形成超额收益有某种结构性的优势，当然更值得关注研究。这不是一个两个的特例了，在后面我会有一个专门的统计和案例来说明这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进http://www.

2. 人均创收和创利

作为软件公司来说，最主要的资产是人。所以人均的创收和创利情况可以很好地反映一个软件公司经营的质量。广联达 2013 年的人均创收为 13.93 亿 /3651 人 =38.15 万元，人均创利 4.88 亿 /3651 人 =13.36 万。2010 年以来员工总数、人均创收、人均创利的趋势图如下：



这个趋势图显示过去几年员工人数有一个较大的增长，同期人均创利和人均创收都实现了很好的提升。其中人均创收的增长最为健康，每年都保持着持续的向上，即使是在 12 年员工人数极大增长的情况下也是如此。这显示了人力资源转化为销售收入的能力极强，特别是对于成长型的软件公司来说，这一能力非常关键。因为净利润是受到多种因素影响的，比如 12 年的净利润中只包含了 8 个月的增值税退税，而 13 年的净利润中就包含了 15 个月的增值税退税，所以人均创利的情况相对波动更大一些，为此可以同时参照人均营业利润的指标（因为营业利润总不包含增值税退税这种营业外的收支变化）。

值得注意的是，自 2010 年以来每年公司的人数都有很大的增长，11 年增长了 46.7%，12 年增长了 22.21%，但 13 年员工人数基本持平。公司在 13 年强调未来几年员工数将有效控制，这可能预示着公司的人力增长趋势将放缓，如果其挖掘需求并且转化为产品的能力保持，那么未来 2 年人均创收还将持续上升。

人均创利情况更复杂些，考虑到 12 年增值税拖欠和 13 年到位情况好的因素，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上 12 和 13 年的人均创利变动要更平滑一些。13 年来看管理费用已经成为第一大费用且保持着超过销售收入的增幅，如果人数控制得当还是有利于人均创利的提高的。从 14 年前三个季度的情况来看，员工的人数基本没有明显变化，今年的收入增速相比 13 年明显放缓（受到宏观经济不景气影响），但三项费用率相比 13 年也明显下降（14 年 3 季度相比 13 年同期下降了 2.7 的百分点，全年预计下降的会更多些），所以 14 年的人均创收和创利都应该继续保持着良好的向上攀升的趋势。未来 2 年，由于考虑到房地产不景气带来的对收入端的压力，我估计公司还是会严格控制成本端(少招人,并确保费用增长低于收入增长幅度)，甚至可能会将部分研发费用资本化（会影响现金流，但对净利润的表现有利）。总体来看，员工数量增速应该保持在低位，人均创收和人均创利继续向上稳健提升的可能性比较大。

3. 收入和费用结构及趋势

根据调研中所获得的信息，目前公司的收入结构如下(截至 2014 年 3 季度)：

业务划分	占总收入比重	14 年第 3 季度收入增长
计价产品	38%	3%
算量产品	40%	20%
项目管理软件	7.5%	40%
材价信息	4.6%	160%
施工业务	4.6%	330%
海外及其他	5.3%	360%

我们在上面已经分析过广联达未来产品增长大致是一个梯队的态势：计价产品渗透率最高，低速增长且与固定资产投资关联紧密，但 14 年 3 季度只有 3% 的增速有一部分原因是上一年三季度的基数太高。短期 1-2 年来看，它的增长主要来自各省更换定额库带来的产品升级（截止 14 年末，还有相当多的省份尚未更新定额库），以及推出计价新产品。

算量产品经过 3 年的推广目前已经超过了计价软件，并且在 3 季度还有 20% 的增速。它未来充当的是中流砥柱的角色，占比大，但由于行业渗透率还未饱和，未来可望继续保持 2 成左右的稳健增长。项目管理软件增速不俗，但目前市场对项目管理的需求并不旺盛，加上其目前利润率还很低，因此虽然未来还可望保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

较高增速，但短期来看对业绩的贡献不大。

（材价信息与施工业务 14 年营业收入应该双双过亿，年底占营业收入比重可望达到 12% 左右。目前这两块业务前景广阔，竞争不激烈，利润率又高，在未来 3 年将是拉动公司业绩的最高速引擎，并且在收入中的比重也将持续快速提升。）另外海外业务今年由于并购芬兰公司导致增速较高，但这块的利润率水准和增速的可持续性还有待观察。

总之 14 年 3 季度的宏观形势非常恶劣，而 13 年 3 季度公司的单季收入增长高达 82%，为公司财务历史上最高纪录。因此这一高一低之间的困难状况下，公司 3 季度的整体营业收入还实现了 10.6% 的增长，也初步体现出公司应对恶劣情况的能力。更难能可贵的是，在 13 年 1–3 季度营业利润增速高达 98% 的高基数下，14 年前三季度在恶劣的宏观环境下还实现了 33.74% 的增长——这一数字放到整个软件行业里，甚至是整个 a 股公司里也算是优良的。这既体现了恶劣环境下保持基本的创收能力，更体现出公司费用的高弹性和运营的精明之处。

	11 年	12 年	13 年	14 年前 3 季
收入增速	+65%	+36.31%	+37.43	+24.57%
销售费用增长 管理费用增长	+46.9% +87.4%	+41.81% +43.51%	+25.91% +53.9%	+14.8% +19.56%
营业利润增速	+79.61%	+14.92%	+36.34	+33.74%

上表显示了过去几年中收入和费用两端的微妙变化。从历史上来看，广联达的创收能力一直是比较强的。即便是在 12 年和 14 年这种宏观经济非常差的年份，依然保持了较好的收入增速。但在 14 年之前我对它的费用增长过快非常担心，虽然 11 和 12 年的业绩极好，但极高的费用增速一直是我心头一个巨大的隐患：一方面公司不可能靠着 1、2 款产品始终保持高速增长，另一方面软件公司的费用主要来自人力资源，阶段性的快速扩张是可以理解的，但如果刹不住车缺乏经营的节奏感，那么一旦市场需求波动，其庞大费用的高刚性（员工工资总是要发的）就会对业绩带来致命的打击。

从表中可看到过去几年公司的费用增速基本都超过收入增速，特别是管理费用增速更是迅猛（自 13 年开始管理费用已经成为占比最大的费用）。要知道广联达的三项费用率最高的时候高达近 70%，如果费用端失控可不得了，会对利润（特别是营业利润这个比较真实的指标）造成很大的负担，更重要的是那也将证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以办理 10倍超牛人 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明公司的增长是比较粗放的，一旦费用收紧可能就会带来增长的大滑坡，这显然是让人忧心的。

但 14 年的情况让我吃了颗定心丸。14 年的宏观经济的糟糕程度比 12 年有过之无不及，可以看到公司的收入端显然受到了明显影响。但 14 年开始广联达的费用控制体现出了极高的水准。费用的增速远远低于收入增速（从而使得营业利润的增速远高于 12 年），并且这种费用的大幅削减并没有影响到公司正常的产品推广——特别是半年报披露，在 14 年各类新产品的增速同比高达 241.83%！各类新产品占收入的比重已经达到 36%（截止至 14 年半年报）。这说明什么呢？我觉得至少说明几点：

第一，公司对 14 年整体经济环境的不利有很好的预见性，并且吸取了 12 年在逆势下大幅人员扩张导致费用过高的教训，从而主动对最具有弹性的费用进行管控；

第二，说明 11 和 12 年两年战略性的人员扩张本身也是具有前瞻性的，它在市场情况还不错的时候为之后 2 年的业务发展做好了人力资源方面的准备。自 13 年开始公司提出“精兵强将”的策略，也说明短期 1–2 年来看，费用端的严格控制将依然是主旋律。

第三，14 年外部经济不好，内部又严格控制费用的背景下，新产品反而爆发性的增长。这可能初步体现了广联达的客户黏性（这对于软件公司，或者所有的高利润率类公司是一个非常重要的指标），也侧面说明了新业务瞄准的需求准确。

从以上几个方面的分析可以看到，虽然宏观经济不佳，但广联达通过垄断性的行业地位和密集的新产品投放，在收入端保持了稳健的增长，未来新业务依然是最大看点。在费用端，它还将保持严格控制，从而降低收入端的压力。以这个判断为基础，未来公司的人均创收和创利还将稳步向上攀升。最后，公司的 ROE 水平表明其依然只处于价值创造的初中级阶段，未来 ROE 的提升动力依然来自销售规模提升后的总资产周转率的上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、主要的风险是什么？

1. 持续创新能力

软件公司从生意模式上来看还是很不错的，这点从众多成功的软件公司具有极高的 ROE 上就可以得到证明。但是它也有一个致命的缺点，那就是必须不断地推翻自己。与消费品公司数十年如一日的买一种产品不同，软件公司的宿命就是必须不断地创新推出新产品新版本。开始是与同行业的公司竞争，到后期甚至要与自己产品的早期版本竞争。创新本身就是不确定的，持续的成功创新就更难，这是它的宿命。

广联达作为一个行业应用类软件企业，比较有利的一面是这行业不容易被技术颠覆，它需要持续的行业经验作为积累，这使得它不那么容易被对手颠覆，而且在建筑信息化领域内基本没有与它同级别的竞争对手。但它的挑战在于不断地创新去挖掘客户需求，推动行业应用的深入，这是无法改变的。哪天如果发现广联达的创新力度在下降，公司开始不思进取，新产品推出趋于缓慢，或者行业需求已经被充分挖掘看不到大的需求空白时，就是它的内在价值走向终末期了。

2. 房地产投资下滑

虽然公司的下游客户以建筑施工类企业为主，并且其业务包含了民用建筑、基础设施建设等多种应用，但毋庸置疑房地产投资在整个固定资产投资中的重要位置（国家统计局发布的数据显示，商品房施工建筑面积占整体施工房屋建筑面积的 33.24%）依然决定了，广联达的业绩表现会受到地产投资增速波动的影响。

（我个人觉得广联达目前正处于一个微妙的阶段：一方面它的材价信息和施工业务受固定资产投资波动的影响很小，增速极快。但另一方面它 80% 的业务收入依然还在造价环节，特别是其中大约 4 成的计价软件与固定资产投资的波动性有明显的关联。）从目前市场格局来看，未来的 2–3 年是广联达逐渐与房地产投资增速脱钩的关键期。这显然是个矛盾，因为从其成长的逻辑来看长期是有较大潜力的，但短期来看业绩又承受了地产投资下滑的压力，这种压力到底会造成多大的影响也具有不确定性——既取决于国家对房地产调控的方法和程度，也取决于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司新业务发展的进度和成效。

对这种局面既可以暂时观望，等形势明朗后再做决定；也可以基于长期的看好，反而利用短期负面因素带来的低预期作为买点。这里没有绝对的对错，区别只是对它长期的信心有多强以及短期困难时候是更注重规避潜在的风险还是逆向思维并且具有足够的抗压能力而已。

除此之外当然其他风险也是存在的，比如公司能否吸引到足够多的人才？是否能如期的将各类新产品转化为收入？旺材电商平台能否成功？等等。但这些总的来讲属于任何公司发展中都会碰到的问题，并且大体也可以归入创新的风险，因此也就不在单独分析了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 决策和估值

一、调研和查证工作

公司分析在我看来既有比较规律性的东西，也充满很多偶然和主观的成分，这可能正是价值分析的困难之处。就比如上面我列出的广联达的各种分析和逻辑，它当然是有依据甚至还是有方法论指导的，但这就说明有 100% 的把握吗？当然没有。因为公司本身就不是任何模型所能决定的，它本身就是活生生和充满不确定性的。当然，有效的方法可以提升对公司判断准确的概率，但总的来说我们所看到的公司永远是片面的，特别是如果仅仅从纸面数据所了解的公司，往往也是不可靠的。这正是现场调研以及其他查证工作的意义，下面记录的就是我在广联达的基本资料之外所做的一些工作和经验教训。

我大概是 11 年初第一次去公司调研的，当时主要是问了一些业务上的问题。这一次调研主要是三方面的收获：首先是对一些建筑信息化行业的专业知识有了进一步的了解。另外，通过初次与公司管理层的交流（董事长，总经理都参加了），我很高兴地发现管理层体现出典型的有进取心又有能力的企业家的特征，当然这种判断完全依赖于人的主观判断。最后一个信息则打消了我当时的一个主要担心：记得在 11 年时市面上的研究报告大多都认为公司下一阶段主要靠项目管理软件来实现增长。对此我却不太认同。项目管理市场确实空间极为广阔，但它的业务模式是典型的项目型软件，业务的扩张上面临天然的障碍，如果公司真的只能靠它增长了，那我对广联达的评价就要打一个大折扣了。然而当时公司对这个问题的回答是："近几年内对项目管理产品主要还是优化技术平台，强调盈利能力，而不会着急放量。"记得当时这个答复让很多参与调研的分析员很有点儿失望，一同参与调研的一个朋友也有点儿郁闷地对我说："看来项目管理指望不上啊。"然而我对此却很是满意，这进一步提升了我推断正确的概率：公司一方面提出了较高的增长目标，另一方面又不着急推广项目管理产品，这说明其工具类软件还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有很大的成长空间。之后几年公司的发展果然如此。

在同时期，我针对广联达也进行了其他方面的调查。这其中有几件事情引起过我的注意：其一，公司高管曾经反复提到过广联达是一个非常重视战略和执行的公司，广联达以三年为一个时间单位进行公司发展规划，在公司的历史上还没有任何一个三年计划最终的执行结果偏离最初计划的 15%（14 年是公司六三计划的开始）。这点我初听到是十分惊讶和怀疑的，有过实业经验的朋友会理解这是多困难的一件事。但之后更进一步的一些了解让我有些相信了：我发现在 10 年公司还比较小的时期，已经鼓励和推送了二十多名员工通过了 PMP（项目管理资格认证），如果这些认证者都是项目经理也不足为奇，但经过了解后居然其中很多都是行政岗位的员工。联系到公司说过的，每年中层包括行政部门都要进行几轮非常严格的业务计划和答辩过程，我想这可能初步体现出了广联达是一个不仅能提出战略，而且是一个致力于切实的提升执行力的公司。

其二，为了验证广联达宣称的市场占有率是不是真的那么高，我曾在百度搜索造价工程师的招聘信息。我发现一个有意思的现象：在出现的几十页数百条造价员的招聘信息里，有三种情况：一，要求会使用算量软件，但没写具体要求会哪个公司的软件；二，明确要求必须会、或者最好会使用广联达算量软件；三，列出必须会或者最好会使用 2–3 家公司的算量软件，其中必然有广联达。这个结果透露出 2 个信息：第一，广联达确实是招聘方中被提及率最高的，而且远远高过第二名（这也可以从搜索中看到大量的广联达盗版软件的售卖信息得到验证）；第二、也正如广联达当时所说，算量产品正在进入一个高速增长期，算量软件在行业中的渗透率正将持续提升，从而带动公司营收增长（在公司正式推出算量产品仅几年间，目前已经占到公司收入的 40%）。12 年末的一天，我在和邻居闲聊的时候碰巧了解到他也是做建筑工程行业的，就问了问他们是否知道广联达公司。当时他的回答是："当然知道啊，都在用它的东西。不过我们用的都是盗版"。盗版多当然不是什么好消息，但盗版横行也某种程度说明了其市场需求的真实。

其三，我还曾在一个以 IT 公司内部员工点评为特色的网站查询过，通过查询以往我曾服务过的公司的内部点评，我发现这里对公司的点评基本上集中在负面因素上，但虽然有的比较夸张，但也确实揭露了那几个公司最突出的缺点。但当我查询到广联达的时候，我发现几十条评论中虽然也有抱怨和负面评价的，但大多是集中在工作忙和压力大上，反而在一些优点上有共同点：比如公司氛围好基本没有权力斗争、高层确实有几个让员工佩服的牛人、薪资范围较大到了中层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上待遇较为可观等等。从这些信息来看，与管理层宣扬或者说表现出来的行事风格较为一致。

除此以外，通过多次的调研和各方的了解，我还发现广联达表现出一些有趣的特点。比如，对中小企业来说能踏踏实实把业绩搞上去就算不错的了，但广联达却似乎特别重视一些“虚”的东西，比如它居然推出了自己的《经营哲学》，并且还每过一段期间就版本更新和升级。13 年在公司调研结束往外走的时候，偶然看到某办公室的门上就贴着“广联达经营哲学大赛冠军组”的字样，由此看来他们不仅仅是做个好看的样子，也在想各种办法让经营哲学渗透组织的日常工作。另外广联达也非常热衷“学习”，对阿米巴经营、华为的研发管理体系、天士力的项目化管理等都认真的研究和引入实施。我不禁想，什么样的公司才会有这样的劲头呢？一个机会主义者肯定是不会这么搞的，一个踏实做业绩但缺乏宏大产业野心的公司恐怕也没有这种意识和能力。后来通过朋友我又了解到，广联达居然在很久以前还比较小的阶段就喊出过“要做建筑信息化的全球老大”的口号，这一切结合起来，似乎它确实很像一个具有强烈产业野心和抱负，同时又善于学习和埋头苦干的好公司。

在 14 年我还发现一个迹象，就是 BIM 技术（Building Information Model，建筑信息模型，被认为是建筑信息产业未来的发展趋势，广联达已经推出了全套的 BIM 产品）的提及率越来越高了。比如潘石屹在欧特克大会上为 BIM 摇旗呐喊，声称 SOHO 中国应用 BIM 技术使得项目成本降低了 10%，也更容易预期成果。金螳螂和万科也在半年报或者采访中提到开始应用 BIM 技术，并已经在多个标杆项目中应用了 BIM 技术。上海市甚至出台了一个《关于在本市推进建筑信息模型技术应用的指导意见》，其中目标提出“到 2016 年底，基本形成满足 BIM 技术应用的配套政策、标准和市场环境，本市主要设计、施工、咨询服务和物业管理等单位普遍具备 BIM 技术应用能力。到 2017 年，本市规模以上政府投资工程全部应用 BIM 技术，规模以上社会投资工程普遍应用 BIM 技术，应用和管理水平走在全国前列。”这种种的迹象，是否预示着 BIM 正在从概念走向大规模的实际应用？这又会为广联达的相关业务带来怎样的动力？

当然还是那句话，任何时候我们对公司的认识都是有限的，这正是安全边际和投资组合的意义。不过在理论和方法论层面之外，多通过调研和查证等工作来加深对公司直观上的认识，多围着标的从不同的角度多转几圈，也许就有利于我们对公司建立起更丰满的认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、估值怎么算?

我们在谈一个公司估值的时候，首先要搞清楚这是个什么类别的公司？这就像在给一个物品估价的时候，我们首先要知道这个物件是冰箱还是台灯一样，不同类别的东西其价值显然是不能在同一个口径下来比较的。这也是那些“15 倍市盈率以上全都是不值得投资”之类的口号非常幼稚的原因所在。

从公司的分类的角度来看，我们首先需要搞清楚这个评估对象是高价值企业还是成熟类的企业，这两者的估值中枢是完全不同的。之所以不同，是因为从价值创造来讲，成熟期的企业提供投资收益的方式主要是分红，其业绩的增长幅度已经很小，这个时候它的股票更类似一张债券的性质（只是类比，实际上成熟期的公司并不代表其业绩就稳定，事实上这种公司也有可能出现业绩的下滑，还有一种可能是低效的投资大幅增加，这两者都会削弱其分红回报的稳定性）。对于成熟期的公司，估值中枢相比其成长阶段的大幅下滑几乎是必然的。

与之相对，高价值企业的估值则应享有溢价。我这里写的是高价值企业而不是成长型公司，是因为对于成长型公司不太容易定义。什么算成长型公司呢？ 1 年的业绩增长 100% 算不算成长？看起来也算啊，但这种业绩表现为成长的背后，往往是强周期性波动的结果而已。阶段性的业绩增长，甚至暴涨，其实很多时候与成长并不太多关系。真正的成长股一定是“可持续成长股”，可持续成长股才可能是高价值企业。

事实上符合这种标准的公司是非常少的。我在微博上曾经发过一个统计数据：过去 4 年（10–13 年）每年的营业收入同比增长都能超过 20% 的公司只有 156 家，占上市公司总数的 6.04%。如果再加一个 ROE>15% 这个经营指标（以表示这个公司不但能增长而且盈利能力较好），数量将下降到 73 家，只占上市公司总数的 2.83%。连续 4 年增长 20% 看起来似乎是一个并不很惊人的数据，但实际上却是一个很高的门槛。所以，虽然我经常讲高价值公司本质上应该溢价，但能享有经常性溢价的公司一定是非常稀少的，广联达恰好是其中之一。

很多朋友都曾经问我一个公司的估值中枢到底应该是多少？说实话在我看来并不存在一个十分客观精确的估值中枢。比如你说为什么这个公司可以长期以 30 倍市盈率为中枢波动，而另一家公司却总是以 10 倍市盈率为中枢波动呢？或者说为什么这家公司的中枢就是 20 倍市盈率？ 22 倍可不可以？ 18 倍行不行呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我看很难说哪个数字才是最公允的。事实上一个股票的估值站在不同的角度来看，对于“高”和“低”也很难有一个统一的界定，这正是估值最让人困惑的地方。

但另一方面，毕竟估值（特别是非极端状态下的估值）是市场整体达成交易的平衡点，所以其运动的范围又是具有很强参考意义的。在实践中，最可参考的估值实际上无非就是国内外同行业公司的对比、同一公司历史估值区间的对比、以及同类公司同时期估值的对比这三种视角。国内外对比可以了解不同资本市场下对同一行业属性的估值，但它的问题是国内外的产业发展成熟度可能处于不同阶段；同一公司历史估值区间可以了解在 a 股市场的估值波动规律，但它的问题是一些极端市场价格区域可能是偶然导致的，不具有参考性。另外同一个公司如果进入了不同的阶段，显然过去的估值区间也就失去了参考意义。最后同类公司同期估值水平可以大体观察其在同行业中是被高估还是低估的，但它的问题是其他参照公司的估值本身可能就是非理性的，此时这种参考意义就容易被误导（比如别的公司在 50 倍市盈率，这家公司是 45 倍，如果有此得出结论被低估了，显然大缪）。

从上面三个方面来看，国外优秀软件公司由于发展阶段的不同其估值差异也很大，比如 ERP 软件的巨头 SAP 在 14 年末的静态估值水平大约在 20 倍市盈率（市值约为 650 亿美元），但医疗信息化龙头企业塞纳 (NASDAQ:CERN) 的估值却高达 45 倍（市值约为 240 亿美元），可见优秀的行业软件公司即便在到达了成熟期的估值也在 20 倍市盈率左右。这里说句题外话，有资料统计纳斯达克这个世界第一大新兴产业证券市场近年的平均市盈率保持在 28 到 40 倍之间运动，纳斯达克自 1971 年成立以来已经成为世界上最大最成功的新兴产业证券市场，它的发展历程显然对我国证券市场是有重要参考意义的。经常有一些朋友用香港市场里小股票或者科技股极其低的估值来证明“成熟市场”对于成长型公司的估值应该是最低的，然而我们却看到在美国市场却并非如此，那么一个有趣的问题是：美国和香港哪个更能代表成熟呢？

从广联达自身的波动区间来看，上市初期曾经创下过 65 倍市盈率的历史高峰值，12 年底在中小板杀跌最严重的年末收盘价市盈率大约在 22 倍左右。而与同业相比，2014 年末广联达的收盘价大约相当于当年业绩 26 倍市盈率左右，而同期软件公司的估值普遍在 35 甚至 40 倍市盈率以上。

从数值来看，2014 年末的广联达无论是与国外成熟市场的同业估值相比，与自身的估值区间相比（需要注意到 2012 年末是中小板创业板整体杀跌的末段，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但 14 年末中小和创业板却处于行情很高的高位），还是与同期的同业相比，其估值都处于比较低的水平。

那么这种折价的状态是合理的吗？如果从短期来看不能说毫无道理：14 年宏观经济不景气，固定资产投资的增速明显下滑，特别是三季度以来房地产投资增速出现了大幅度下滑，并且公司的三季度报告也确实出现了收入增速的同比明显下降，从这个角度来说市场似乎是有效的。然而真的如此吗？

我们知道如果从现金流折现这一经典模型来评估公司的内在价值，公司短期的业绩只构成其内在价值非常小的部分，其绝大部分的内在价值是由其长期的现金流创造能力所决定的。我们前面也提到过，如果以估值溢价和折价的原理中的三个决定性因素（处于价值创造的初中期、优良的生意特性、未来盈利的确定性，详见《股市进阶之道》276 页）来衡量，广联达十分符合享有经常性溢价的特征。

另外还值得注意的是，广联达的未来已经定位于互联网平台模式，这已经事实上彻底改变了这个公司的长期业务形态的预期。几年前市场预期它未来的蓝海在项目管理，而项目管理处于软件三种模式的最低级层次，靠项目管理把公司做大会有 2 个问题：第一，目前的高利率会被拉平，具体拉低到多少不明确，但公司最终的业务形态将只是一个大型管理软件公司，而这一模式是已经在走下坡路的老模式。第二，项目管理软件的扩张边际成本很高，还没有几个国内公司解决好了规模与效益的矛盾。现在的转型则将公司的长远预期从一个管理软件企业提升到了平台型企业，转型如果成功那么不但不会拉低公司的利润水平，甚至还会在目前工具软件的利润水平上再上一个台阶。并且这一终极业务形态也更符合长远的技术和商业趋势，并且更符合市场的偏好。

当然现在赶互联网之风的公司非常多，但广联达与它们相比有两个不同点：

第一，广联达的传统主业的增长依然优良，并且具有很大的潜力。与一些完全靠互联网模式讲故事的公司不同，广联达的算量和施工业务都依然动力强劲，并且新老业务之间具有很好的业务和数据接口上的联系性。

第二，如果以估值从低到高沿着“反映当期业绩——反映来年业绩预期——反应某业务的潜在前景——反映市场的流行概念”的强化顺序来评估，2014 年末广联达对于当年业绩的估值水平也不过 25 倍市盈率，可以说尚未充分反映当期业绩，更不用说后面的催化因素了。所以这个时候的广联达，可以认为是只用一个 2014 年业绩的合理偏离价格就可以免费拥有后面的几个因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然，这种算法依然是不精确的，可事实上最好的投资机会往往是出现在毛估估就很便宜的情况。投资人不是学究也不是数学家，投资人是商业评估师和风险管理家，我们注重的是概率和赔率。(从概率来说，广联达虽然面临短期房地产投资增速波动的影响，但其在建筑信息化中一骑绝尘的相对垄断地位和产品结构快速优化的增长潜力，加上优秀的管理层和强大的资产负债表，其长期持续增长的概率相当大。从赔率来说，站在2014年末以25倍左右的市盈率来评估，即便以最差的12年末的情形来推断其下跌的幅度也仅有15%，但如果其2015年实现惯性的增长（按照其当前业务结构，2015年实现25–30%的增长概率很大）并且恢复到历史估值中枢的较低位置（30倍市盈率），投资收益率就接近45%，这还不算其他可能的催化剂的出现（比如新业务超预期发展，旺材商城获得初步成功）。)

市场是有效的，但市场的有效性通常更反应对短期、近期、已知信息的反应上。没有任何一个市场可以对公司的长期、远期和深层的可知信息能予以一次性的充分反应。否则任何公司的股价早就一步到位了。基本面的研究者如果对公司的理解和把握只达到了与当前市场主流认识一致的层次，那么显然是不可能从充分有效的短期市场中获得超额收益的（这也正是《漫步华尔街》的作者对基本面投资并不看好的原因）。因此商业洞察力与基本面更本质深刻的研究，其实才是发现错误定价并获取长期超额收益的关键。

“估值是一种艺术”这话估计大家已经听得耳朵要起老茧了，但这句话确实反映了估值的复杂和多维性。比如一个起风的行业市场经常给出极高的估值，这是否合理呢？可以说它是有理由的，而且有时候理由还挺充分的（比如我们看到百润股份在14年末的静态估值高达150倍市盈率，但从基本面分析它即将注入的预调制鸡尾酒市场广阔盈利能力极强，并且处于飞速增长的阶段，一旦成功可能1年内就带来3倍以上的业绩弹性，你能说这种估值完全没道理吗？）。但有理由并不代表在各个时间区间上的合理性，更不代表投资上的安全边际。

我们不是学究，不是在试图和市场辩论或者拿一个估值的优秀博士论文。我们是投资人，投资人最关键的工作是“聪明的承担风险”——要承担风险，否则不如直接买国债好了，但更要聪明。什么是聪明呢？说白了还是概率和赔率。从理论角度，无论一个东西的估值是多么的“有理由”，但估值一定不能脱离2个大的地心引力：现金流折现和ROE。理解了现金流折现的本质意义和投资对象的ROE状态及趋势（这点请参考《股市进阶之道》的第六章“揭开价值的面纱”），就不容易轻易地被其他刺激但多变的次级变量所迷惑，而轻易地为某个“单维度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的合理性”压下一注高风险的筹码。

“存在即是合理”在我看来是错误的：存在一定是有理由的，甚至是有很好的解释的。但“合理”的属性却可能是复杂的——在不同的立场、不同的时间周期、不同的侧重下，对同一个“存在”可能同时存在在合理和非合理等多个选项。投资人要做的，就是找到符合我们的利益立场，与我们的投资周期相匹配的那个合理区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分　价值分析框架和案例集

第一部分用了很多的篇幅来分析广联达，其实广联达本身的分析结论并不重要，主要的是通过这个案例展示重点公司的分析应该做什么功课以及应该如何去把握一个公司发展的脉动。不过对于很多刚刚入门的朋友来说，可能另一个问题更加困扰：那就是如何快速的提炼一个公司的投资价值？或者说如何能高效率的将一个新接触的公司梳理出一个分析的思路？毕竟，不是所有的公司都值得分析的那么细，很多公司其实是处于一个“中间状态”：业务和发展前景上有一定特点和吸引力，但还没到特别出众或者典型高价值公司的地步，这种公司其实才是股市中更广泛的存在。对于这类公司来说，暂时还不需要投入特别多的精力，最重要的是把它最核心的逻辑给快速搞清楚，建立起一个相对比较广泛的观察库。然后慢慢地随着进一步的了解，就可以将其做进一步的划分，比如：纳入核心股票池（说明具有长期持有的吸引力），作为有特色的一般对象（既具有一定交易价值，也值得继续跟踪），或者剔除出观察队伍（实在看不懂，或者不值得继续关注），这样一个梯次的组合显然既比只抓 1、2 个公司要更可持续。

因此，这部分我将把我研究新公司时所常用到的一个模板详细的介绍出来，希望对初涉企业分析的朋友有所帮助。需要说明的是，所谓的“快速高效研究公司”只是个相对的概念，是相对于长期持续深入研究而言、在这个模板的思路指引下只用几天的高密度的研究来得出一个大致的印象和基本的定性结论。

大类	具体分析项目	简要说明
公司基本情况及生意特征	公司基本情况	公司业务发展简介，产品是什么？客户是谁？上游和下游大致是什么情况？等等。
	基本生意特征	公司过去几年比较重要的经营数据，以及由此透露出的基本生意特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大类	具体分析项目	简要说明
核心投资逻辑及业务分析	市场空间及潜力	重点看公司未来的成长空间是什么量级的。
	竞争格局及优势	结合产业特点看业务有无壁垒以及竞争优势的强度
	成长驱动和态势	从供需端、成本费用端、产能外延端三个方面分析公司的成长主要靠什么拉动。
	主要的风险	公司有无特别需要注意的地方。
	其他重要情况	管理层、股权激励等其他重要的信息。
初步价值评估	是否符合高价值特征	以业务的分析结论为基础，集合 R、N、g 三要素评估，判断其属于什么价值创造区间。
	投资的逻辑支点	对于有长期投资吸引力的公司，归纳投资的核心逻辑（短期、长期）。
	估值和组合设定	对折价与溢价的评估，对高估和低估的定性。
后续跟踪及补充信息		后期的调研信息、进一步更深入的研究、定期财务报告的分析等等，随时加入补充。

可能很多人会问：以上这些信息从哪里获得呢？其实都是从公开的渠道搜寻的，这里最重要的信息来源依次是：券商报告、公司的各类公告和财务报告、公司投资者互动平台上的交流信息、现场调研获得的信息、网络搜索相关信息等。这其中重点讲一下券商报告，可能很多人的印象里券商报告很不靠谱，经常干出高位推荐低位不看好的事儿。这确是事实，但我们看报告主要不是看他的结论，而主要是寻找有用的数据、初步了解产业相关的知识、以及研究对象一些重要的经营情况。这些资料如果全靠自己从头去找既麻烦有得还很难找到。

对投资人来说，要想建立一个相对广阔的视野，就必须学会利用各种资源。券商报告我以前主要在迈博汇金看，现在已经开始收费，免费报告每天只能查看一篇。目前我用的是东方财富的 Choice 终端，当然也是收费的。我个人觉得如果只是看券商报告的话，迈博汇金的收费比较合理，也足够满足一般职业投资人的需要了。如果是非职业投资者，也可以先用免费的账户，如果能坚持每天看和下载 1 篇报告其实也够了，只不过在研究新公司的时候效率比较低。

这里对如何整理信息提供一个小窍门：当你发现一个感兴趣的公司时，首先严格按照上面的信息归类方法（具体也可以参考案例）建立档案，然后大量的阅读券商报告，从各个券商报告中摘录所有类别的信息，先做到信息类别的广覆盖，这个阶段不着急下结论也不追求工整，要“捞干的”，把最关键的信息都分门别类地放到各自的地方。然后进行第二步：整理分析，建立逻辑。在这一步要好好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梳理投资这个公司的最关键逻辑在哪里（或者确定这个公司是否具备清晰的投资逻辑），从各个摘录的信息中去发现问题解决问题（比如发现某年毛利率异常，那就去翻阅当年的年报，看看到底什么问题，是一次性问题还是趋势性问题）。最后一步：定性。上述2个步骤基本完成后，以"高价值公司"作为评判的主要依据来对标的进行评估，确定其投资的吸引力有多大？是具有长期关注的价值还是只有特定阶段的价值？是属于溢价品种还是折价品种？在组合中承担的角色是怎样的？

换句话说，分析公司需要"先做减法，再做加法"——减法是指不要面面俱到，不要上来就试图把每个业务细节都搞清楚，或者沉入到财务报表的某几个数字里无法自拔，而是集中火力去抓主干，提炼决定公司价值的最关键要素，把它的生意本质和成长逻辑这些"性质问题"先摸清楚个轮廓（有时候会发现一堆无法回答的问题，但这也是收获，可以留待后续调研中与公司交流）。然后再随着跟踪时间的慢慢积累去不断深化理解、对各种细节问题进一步的求证，所以"做加法"是后续观测阶段的长期工作了。如果把分析公司比喻为找胖子的话，那么一个真正的胖子是不需要精确定位到几斤几两就可以看出来的，虽然那之后要想知道他的详细体重还需要进一步的测量。

我们这里的分析模板和案例，是专注于"减法"这个阶段的"找胖子"的工作（前面广联达的案例，更类似于找到胖子后通过持续跟踪和了解，越来越清楚细节问题，最终不但知道它胖，而且还大概知道了它几斤几两。但如果没有这个第一步，面对几千家公司那就完全是大海捞针了，所以这个看似"简单"的第一步有时反而更重要）。可不要小看这个"减法"，看起来似乎没有"加法"深入，但却更考验短时间内建立思维纲领、用商业逻辑赋予投资对象灵魂的能力。也许新手看到上述步骤会感到有些困难。没关系，万事开头难，其实做多了你会发现，公司分析也是个熟能生巧的工作，它确实也是有套路的。

而且我可以向你保证，一个真正具有投资吸引力的公司，它一定是很快就能显现出某个或者某些清晰而强烈的投资逻辑，就像一个真正的胖子只需要看一眼就能确定一样。在我的印象里，真正的好标的基本上都是我研究几个小时就能兴奋起来的（甚至出现过几次我研究了一晚上后第二天就买入的，其实那时候还有很多细节问题还有待深入，但大的投资逻辑已经十分清晰，并且恰好当时价格正具有吸引力，所以就先行动再落实细节了。因此投资这事儿关键是"好生意、好企业、好策略"这三好的刚性原则要坚守，在具体操作上反而是不拘一格的），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些看好几天还在茫然的，要么就是根本没有吸引力，要么就是可能真的距离自身的能力圈太远了。这里选择的案例主要是一些大众关注度比较低、但又具有一定特点并且脉络较为清晰的中小型公司，我相信这类公司比已经被大众普遍熟知的大白马类公司的分析更有意义。

在进入下面的案例分析之前，我也想再强调一次：所有案例只是用于研究公司分析方法论的学术用途，完全不作为任何投资建议和暗示。我个人也不对资料引用和分析结果的完整性、真实性及正确性负责——事实上这些案例本身处于动态发展之中，很可能在后续的观察跟踪中会对今天的某些结论随时进行修正。更重要的是，即便面对同一个基本面，不同的价格和估值状态也会在赔率上有天壤之别。在投资之路上我有一个最重要的忠告：可以参考别人的观点，但一定不要依赖他人的结论，否则是永远难以掌握独立的投资能力并具备成熟的投资人格的。而那不正是你翻开这本书的目的吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　东方雨虹案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况：

基本情况	简单介绍
公司业务范围	东方雨虹是建筑防水行业唯一的上市公司。公司经营能力较强，以往多年实现了营业收入从 3 亿到 40 亿的增长，目前是建筑防水材料行业规模最大的公司。公司的产品主要包括防水卷材、防水涂料和防水工程。
业务结构	截止 2013 年末，公司的防水卷材、防水涂料和工程施工业务分别占营业收入比重的 56%、27% 和 14%。
上下游及销售模式	上游原材料主要是沥青，与石油价格波动有较大联系。下游包括各种建筑施工企业、房地产公司、基建工程等，目前也开始发展普通家用装修业务。销售包括直销和渠道两种模式，直销业务主要针对核心市场、大型房地产集团和重大基础建设单位。2013 年直销部分占营业收入的比重达到 65%。除此外，现有 1000 余家经销商覆盖其他地区，也在建设零售渠道以覆盖普通大众消费市场
实际控制人	李卫国持股 36.68%，李兴国持股 1.39%
机构持股占比	截至 2014 年 9 月 30 日，机构持股占比 32.99%
近年分红增发情况	11-13 年分红占净利润比例为 32.86%，36.42%，19.79%；2013 年 9 月定向增发，2014 年 8 月 1 日定向增发

2. 基本生意特征：

	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
营收增幅	+44.51%	+31.02%	+20.69%	+24.83%
毛利率	36.9%	33.8%	29.44%	27.58%
三项费用率	22.03%	20.98%	20.76%	22.24%
销售费用率	10.22%	10.23%	10.34%	10.71%
管理费用率	10.42%	9.1%	8.18%	9.28%
财务费用率	1.38%	1.64%	2.24%	2.24%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
扣非净利润增幅	+160.04%	+107.88%	+107.04%	-20.12%
资产负债率	55.2%	51.69%	55.28%	52.78%
应收账款占收入	68.13%（去年同期 16.1%）	32.71%	31.26%	29.84%
净运营资本		13.49 亿	10.44 亿	11.79 亿
固定资产占总资产比重	29.62%	30.98%	28.38%	20.11%
净资产收益率	12.63%	24.86%	16.17%	9.92%
净利润率	9.64%	8.49%	6.42	4.21
总周转率	0.61	0.9	1.16	1.29
财务杠杆	2.28	2.24	2.2	2.15
总资产增长率	+27.63%	+25.2%	+20.84%	+5.85%
经营性现金流 / 净利润	-0.28	0.71	2	-1.8

★过去几年公司经历了一轮典型的困境反转，自 11 年的净利润负增长反转为连续 3 年的高增长。这其中可看到净利润率的大幅提升是关键因素，而净利润的大幅提升中毛利率的大幅上升是主因。

★公司属于典型的重资产类别，规模的扩张必然要求较高的资本支出为前提。对于重资产类公司来说，规模效应往往十分重要。

★应收账款占营业收入的比值在 11 年到 13 年间虽略有上升但基本保持稳定。14 年年中的异常升高值得关注，需要看一下全年的情况以后后续是否会继续攀升，如是则预示着营业质量的下降和坏账损失的风险。

★公司的现金流状况不佳，这一方面是因为其重资产的特性要求持续的资本支出。另一方面可见其净运营资本较高（复习一下：净运营资本 = 应收账款和票据 + 其他应收款 + 存货 – 应付账款和票据 – 其他应收款 – 预收款，这个数值越高表明它为了开展业务需要动用自己的资金越多，数值越低代表它可以通过利用上下游的钱来满足日常的运营。简单讲，数值越大表明在产业链中的地位越低，对现金流的影响也越大），这表明其在产业链中的地位较为弱势，净运营资本中主要为应收账款和存货，这显然会拖累经营性现金流的表现。

★ 13 年公司的 ROE 已经达到 24%，这对于建材类公司而言已经较高。14 年增发后 ROE 将有所下降，从公司的生意特征来看未来总资产还将较快增长（持续增发扩张）。公司的财务杠杆已经较高，未来继续提升资产负债率的余地有限。

★公司属于比较典型的低利润率，高周转率类别生意，虽然今年来净利润率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大幅上升但总体来说利润率较低。对这类生意来说，总资产周转率是提升ROE 的关键指标。公司目前的总资产周转率依然偏低，这主要是因为13年和14年连续增发增厚了总资产所造成的。从历史上来看，公司总资产周转率的高点可达2以上（10年），即便是在2008年也有1.75，因此未来其募投的项目达产后，其总资产周转率还有较大的提升余地。

★关注毛利率、净利润率和总资产周转率。毛利率是净利润率的决定因素，作为低利润率类生意 ROE 最终还是需要靠总资产周转率来拉动。

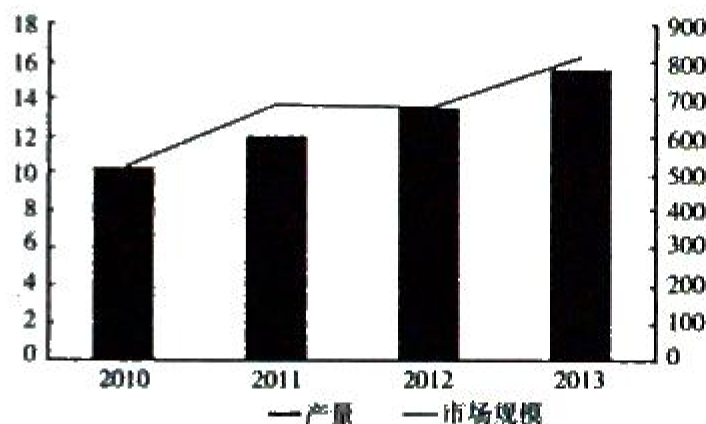
二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

建筑防水材料的应用范围比较广泛，包括了建筑物的屋面、地下、外墙和室内，也包括道路桥梁、铁路、地下工程和水库、电站等等基础设施中的防水面。根据券商估计东方雨虹的下游客户中地产和基建的比例大约为60%和30%，其他需求占比约10%。根据国家统计局的数据，2013年防水材料规模以上企业的收入合计大约为805亿元（整个市场的规模在1500亿左右），同比增长23%。防水材料在05-13年间的市场复合增长率为22.4%，同一期间地产投资、基建的复合增长率约为26.4%和19.67%。

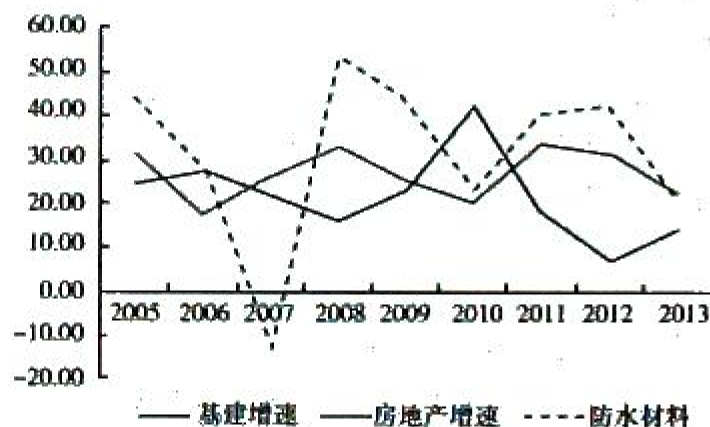
防水行业产量及市场规模

（单位：亿平米、亿元）



资料来源：国家统计局，30吨防水涂料折算为1万平米防水卷材

05-13年基建投资、房地产、防水材料市场规模增长率（%）



从数据和常识来看，防水涂料市场与房地产投资是有强相关性的，防水涂料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

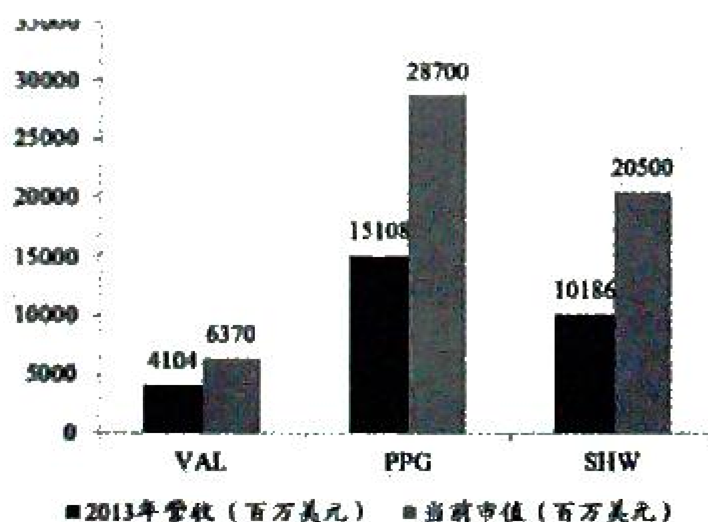


市场的波动与房地产投资高度同步，且波动幅度要更大。如果站在这个角度来看，似乎防水材料市场的未来并不很乐观。短期内房地产投资的增速已经出现趋势性的下降，防水材料需求也大概率的会放缓。考虑到城镇化提升的进程还是长期趋势以及庞大的房屋存量市场的改造等需求（2013 年房屋改造总面积、城镇房屋改造面积分别为 93.5、16.3 亿平方米，是当年新开工面积的 4.65 和 0.81 倍。虽然二次改造需求的工程量低于新开工面积的防水需求，但 90 年代的商品房浪潮至今已有近 20 年，庞大的存量市场的二次改造需求也将成为一个日益重要的市场），未来行业依然将实现增长，但增速估计将远远低于过去 20% 以上的复合增长率。这说明，如果仅仅是站在行业的角度来说，防水材料在未来可能是个“慢行业”了，投资的逻辑必须基于“快公司”身上——也就是说主要将基于具有强大竞争优势的公司整合市场份额。

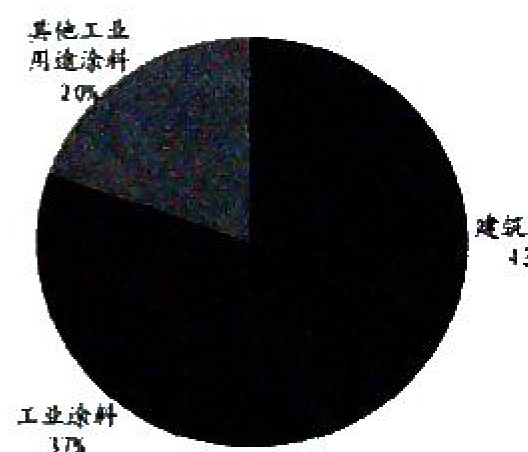
慢行业，快公司

从市场集中度来看，东方雨虹的营业规模遥遥领先于其他厂商，但 2013 年东方雨虹的营收为 39 亿元，只占当期防水材料规模以上企业合计收入 805 亿的 4.8%。2011 年的数据显示，东方雨虹的营业规模 24 亿多，是第二名的 3 倍多，第三名的 4 倍多，第四名的营业收入只有 1 亿出头，相差二十多倍。可见我国目前的防水材料市场是一个高度分散的市场。但从发达国家的情况来看这个行业的集中度却较高。如美国防水材料市场总量大约为 15 亿平方米，但总共只有 40 余家公司，100 多个生产工厂。年产 1 亿平方米的三元乙丙防水卷料市场基本被汛世通和卡莱尔两大公司垄断。法国索普瑞玛集团是改性沥青防水卷材技术的发明者，产能超过 1.4 亿平方米，销售额达到 15 亿欧元。美股的几个龙头涂料企业的营业额也相当大，但防水涂料占的比重多少还未查明。

美股映射：涂料龙头市值及收入



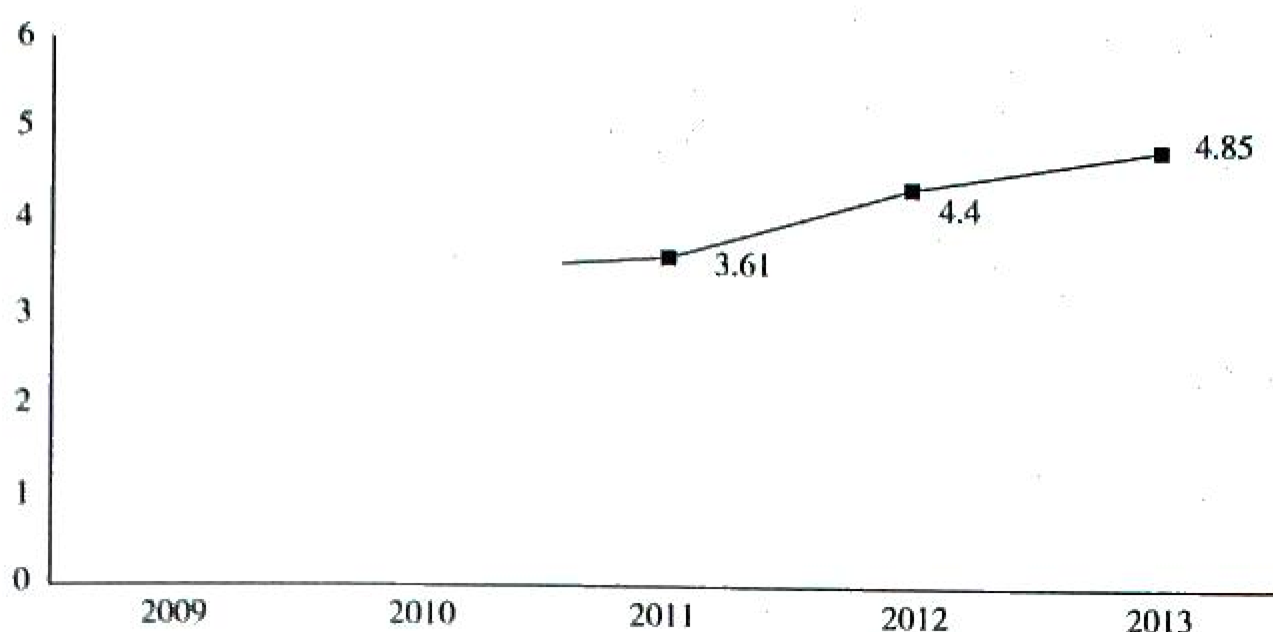
美股映射：建筑为涂料行业主要下游



这种国内外市场集中度的巨大差异当然自有其理由（我们后面会分析），但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从国外的情况来看，似乎这个行业最终是可能实现较高的市场集中度的，这说明在这一行业内存在着规模、技术或者品牌方面的壁垒。



资料来源：国家统计局

如果我们假设未来 5-6 年规模以上企业防水材料市场的总规模保持 8% 的复合增速（设定为相比过去 22% 的增速大幅下降，略高于 GDP 增幅），再假设东方雨虹的市场占有率能提升到 15% 左右（从历史来看东方雨虹的市场占有率在 09 到 13 年的 4 年间已经提升了 1 倍，考虑到其越来越突出的竞争优势和有利于龙头提升集中度上升的一些积极变化，这里假设市场集中度有所加快），其预期的营业规模大约为 180 亿左右。2014 年预计公司的营业收入在 50 亿左右，上述这一基本看得到的市场空间大约是 14 年营业收入的 4 倍。如果以发达国家最终的行业集中度来看，其潜在的成长空间更大。

总之，东方雨虹所与那种新兴行业的公司不同，防水材料市场的空间是比较明确的，并不需要不断地去创造出新的客户需求和应用价值。只要公司能够持续的提升其市场占有率，那么成长就是一个自然而然的结果。因此，对这个公司的分析也就应该聚焦于其竞争优势、市场集中度提升的逻辑，以及短中期可见的一些增长驱动因素上。

中长期看，公司将自己定位为“多元化新型建材集团”，目前还在开展的新业务包括壁安系统、特种砂浆业务、建筑保温等业务，但这些业务当前市场竞争激烈，也尚未看到公司在这些领域的独特优势，并且业务规模也还很小，以谨慎性原则出发都不做计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 竞争格局及优势

建筑防水有个显著的特点：占建筑总成本的比例很低，不到3%。但是建筑防水工程通常比较隐蔽，一旦发生渗漏再次翻修不但成本很高而且处理起来相当的麻烦。这一特征其实是有利于优质供应商的。

东方雨虹的竞争优势主要表现在三点，第一是规模，第二是技术，第三是品牌。

3. 规模优势

序号	企业名称	2011年营业额(亿元)	2010年营业额(亿元)	区域布局	产品	防水材料产能
1	东方雨虹	24.74	19.82	北京、上海、广东、湖南、江苏、山东、辽宁、四川、云南	SBS/APP防水卷材、防水涂料、TPO卷材	至2012年底，卷材7500万平米，涂料9.5万吨，TPO 500万平米
2	潍坊宏源	8	7	山东、吉林、四川、江苏	SBS防水卷材，玻纤沥青瓦，防水涂料	
3	深圳卓宝	6-6.5	6-6.5	广东、北京、湖北、成都、苏州	装饰、保温、防水一体，主打自粘式卷材	自粘式卷材4000万平米，2万吨防水涂料
4	上海建筑防水集团	1.5	1.4	上海	防水材料，货物运输，建筑装饰材料	
5	上海台安	1.1-1.2	1.1-1.2	上海	防水卷材及涂料	卷材3000万平方米，涂料1万吨
6	青龙化学建材	1	1	广东、广西	防水、保温、装饰一体，主打密封涂料及EVR砂浆	卷材1000万平米，涂料1.5万吨、砂浆30000立方米
7	科顺防水	0.5-1	0.5-1	广东	湿铺法自粘复合防水卷材	防水卷材1000万平米，防水涂料1.5万吨
8	广州德高			广东	K11防水浆料	

从统计数据来看，在2011年的时候东方雨虹已经实现了营业规模上与其他竞争对手的很大距离。根据2014年的一些行业调研报告来看，这个差距甚至还在拉大。比如14年预计东方雨虹的营业收入会达到50亿元上下，而第二和第三名的潍坊宏源还有深圳卓宝的收入还不到10亿，它们之间的规模差距从3年前的3-4倍扩大到了5倍。更重要的是，如果这个数据属实的话，还说明在同样的市场外部环境下，东方雨虹的营业收入自11年起实现了1倍多的增幅，但行业的第二和第三名却基本上还在原地徘徊。这种越来越大的差距是否说明了公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的品牌认知度上的进一步增强？

防水材料行业是个典型的大宗购买、大量生产、大宗销售的行业，规模对于这种产业的重要性是毋庸置疑的。对于典型的"低利润率，高周转率"生意来说，规模优势不但是提升总资产周转率的主要手段，还是提升利润率的利器：更大的规模有利于原材料采购中更好的议价权，也有利于生产过程的高效，最终这些都将反映到毛利率指标中，甚至在品牌进一步强大后使费用率有下降的空间。

4. 技术优势

东方雨虹是国家火炬计划重点高新技术企业，公司的防水研究所 2009 年获批成为国家认定企业技术中心，是国内防水行业第一家国家级企业技术中心，公司也拥有行业内首家博士后工作站。公司目前防水材料包括了六大类的上百个品种规格，基本覆盖国内新型建筑防水材料的多数重要品种，是国内建筑防水材料品种最齐全的公司之一。从资料来看，防水产品的品种丰富程度确实超乎我的想象，说实话我以前脑海中对防水业务的概念不过就是用标准涂料刷刷而已。看来这个行业也存在很多特殊情况下的特殊用料或者工艺的需求，显然能够提供一站式服务的企业显然更容易获得工程订单。这里就有必要考察一下公司的研发支出：

据公开资料统计截至 2013 年公司共有研发人员 399 人，占员工总数的 13.27%，研发支出 1.5 亿元占收入总额的 3.96%。公司历来比较重视技术投入，国务院津贴科技专家田凤兰女士曾是公司的首席科学家，现任首席科学家段文峰先生是防水专业的博士。公司还投入 8500 多万建设了顶级实验室，配备了 700 多台先进的实验仪器，并建成了行业内唯一的一家国家级防水材料研究中心。

这种建材公司的研发投入当然不能与纯技术类公司相比，主要还是看其相对于竞争对手的优势。这里的优势在于规模领先下研发投入比也领先。比如公司 50 亿的营业规模如果保持 3.96% 的研发支出，这部分的费用就近 2 个亿，这相当于行业第二、三名营业收入的 20%，这显然是竞争对手所无法承担的。而随着营业规模的进一步拉大，在研发投入上的绝对值上相差也会更大，这最终会体现在产品的品种、质量或者工艺上，从而形成持续性的技术和品种优势。优势又带来更强的市场竞争力，由此形成一个良性的循环。另外据公司介绍，建筑防水材料领域尚有大量的国产化空白领域，公司在研发方面的强势还可能挖掘出更多的新产品（以往公司推出的聚脲防水材料、注浆材料、泄洪坝喷涂材料都是行业内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首家推出）。

此外，防水行业还有一个特殊的地方，在决定最终防水效果的因素中，防水施工的质量具有决定性的影响，因此行业素来都有“三分材料、七分施工”的说法。以往防水施工大多只依赖工人的个人经验，防水工程的质量整体上是不可控的。但现在龙头公司都在建设自己的防水标准化施工体系，这种能力的提升将进一步强化防水公司自身的专业性，从而有利于承接业主的大型防水工程，也更容易在口碑和品牌上进一步拉开差距。东方雨虹在防水施工的标准化方面非常积极，不但推出了自己的 TPO 标准化施工（据公司自己说东方雨虹是中国建筑防水行业率先推行标准化施工的企业，也是目前在市场上全面推行该施工管理体系的唯一防水企业），还着力培养自己施工人员的品牌（见下图）：



其实就我查询的资料来看，国家认证的屋面防水大师并非只出自雨虹（这个荣誉称号来自“联盟杯”全国建筑防水行业职业技能大赛，始自 2013 年。东方雨虹初赛成绩前 20 名的选手占了 7 名。13 年最终收获了一个冠军和两个亚军，包括了首批 2 名中国屋面防水大师中的一个，应该是成绩最好的队伍），比如行业第二名的潍坊宏源也有技师获得了这一殊荣。但从对这个品牌的重视程度来看，东方雨虹是作为公司网站上最瞩目的信息予以宣传，潍坊宏源的网站对于防水大师和标准化施工的信息不但没有单独的板块，连介绍信息都很难找到。由此一点，在标准化施工的企业意识方面两者就有高下立分了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 品牌优势

东方雨虹一直声称自己是防水材料的第一品牌。对此我专门请教了几位与建筑施工工作相关的朋友关于它的情况，得到的答复有 2 个共同点：第一，雨虹的产品是最贵的，而且比别人每平方米的价格基本要贵一倍；第二，雨虹的材料和施工的质量确实是过硬的。这两个事实对于雨虹的市场竞争力来说是个很好的备注，在这样低壁垒和同质化的行业里，东方雨虹的优势居然不仅仅是销售和生产规模大，更显示出明显的“定价权”，这确实是难能可贵的。

我们再仔细观察东方雨虹在近些年的业务表现。12–14 年虽然只有短短 3 年，但这 3 年间的宏观环境却是跌宕起伏异常复杂。这虽然对资本市场造成了不小的困扰，但对于投资人来说，这种复杂的环境才是真正观察公司市场表现的极佳机会。那么选取什么指标来做观察呢？我想以下三个指标足以说明问题：

★营业收入：营业收入最为直观地展现了在不同宏观环境下公司创造收入的能力

★销售费用：可以观察公司营业收入的增长是否通过粗放的铺货铺人来实现的

★毛利率：可以观察公司的收入增长是否通过加大折扣和价格竞争来实现的

东方雨虹 12–14 年的三项指标变动情况如下：

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 季
营业收入增长	+26.36%	+29.79%	+39.03%	+30%
销售费用增长	+28.78%	+16.18%	+29.64%	+19.5%
毛利率水平	27.58%	29.44%	33.8%	36.63%

可见在过去的 3 年多里，东方雨虹的营业收入始终保持着稳健的中高速增长，特别是在环境很差的 12 年和 13 年，收入都未见明显的减速。与此同时，销售费用的增速除了 11 年略超收入增速，其他 3 年都大幅低于收入增速，看起来似乎达到这样的增长很轻松。此外，毛利率在近 3 年内不但没有下跌反而呈现出加速上升的迹象。综合这几年宏观经济背景和公司的业绩表现来看，可以合理推测它确实呈现了自己所宣传的“独树一帜的品牌号召力”以及“供不应求”的经营局面。

注：公司毛利率变动有更复杂的因素，鉴于毛利率对于公司业绩的变化具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



决定性的影响，因此这部分会在后面专门展开分析；14 年 3 季度公司单季度的营业收入增幅下降到了 10%，对于这个单季的减速，公司解释为在供不应求情况下收紧了折扣权限并提高了付款规格，是选单的结果。我个人认为三季度还是受到了房地产投资增幅加速放缓的影响，当然公司的解释可能也是原因之一。但由于时间太短，所以具体这是单季度的阶段影响还是趋势性的影响，还需要进一步观察。在后面我们也会就房地产投资波动对公司的影响做进一步的分析。

从以上来看，东方雨虹属于高效经营的范畴，无特殊的资源壁垒或者特许经营权。但高效经营如果量变成质变，形成了企业规模、品牌认知度、产品线和销售服务网络上压倒性的优势，也确实可能形成一种非常难以被颠覆的市场能力——其实广联达和天士力不也是如此吗？更重要的是，在一个不是靠技术突变为主要竞争优势的行业（防水材料基于高分子物理等基础科学，这一领域的革命性进步异常缓慢），这种质变的结果反而非常的牢靠——因为你很难通过某个先进技术将其一举击倒，其强大的市场认知度和品种、规模优势本身就是惨烈竞争的成果，你再靠同样的路径是很难搞过它的，这种情况下竞争成为了次要要素，市场需求和潜力以及配套的产能和营销扩张规划反而是公司价值发挥的关键所在。

当然，此事并不绝对。这种局面下最怕的是全新商业模式的诞生对其的颠覆。最典型的比如苏宁国美，也曾经同样强大到难以超越——仅仅是复制其上千家的门店这一规模经营的基础都需要好几年时间，这正是 5、6 年前市场对苏宁国美壁垒的一个典型看法。但谁都没想到互联网和京东改变了一切。所以，关键是要对有没有出现颠覆性的商业模式保持敏感度，如果出现了这种苗头就要非常小心了。

6. 成长驱动和态势

1）市场及供需端

防水材料以往一直是鱼龙混杂，行业的壁垒非常得低，大量低质量低价格的小公司占据着市场相当大部分的份额。这种现状也产生了严重的问题，中国建筑防水协会与北京零点市场调查与分析公司联合发布的《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》报告显示，国内主要城市建筑屋面渗漏率高达 95.33%。奥运工程专家、著名工程专家杨嗣信指出：“据不完全统计，我国建筑工程渗漏率达 80% 以上，多年来居高不下。”这种局面的形成，一方面和建筑防水观念落后有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关，另一方面也很大程度上与以往防水施工的承包方有关：以往地产厂商一般把防水工程交给施工总包商做，对于施工单位来说只要验收时不出现问题哪怕以后再出现渗透已经与他们的关系不大了，因此施工公司更倾向于用低价格的产品来扩大利润，由此以次充好等问题层出不穷。

但近年来市场情况正在发生一些微妙的转变。随着防水出现的问题越来越多以及观念上对防水重视程度的提高，地产企业开始越来越倾向于将防水直接交给专业防水公司完成。这可能是一个重大的市场转变，如果这种趋势得以推广和强化，那么显然非常有利于东方雨虹这种市场口碑极佳的龙头企业。公司目前已经和万科、保利、恒大等大型地产商签订了战略合作协议，已经是很多大地产商的最大供应商和小地产商的独家供应商。2013 年，《建筑防水卷材行业准入条件》、《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》等产业政策出台，行业生态也在慢慢地改善。

近年来，雨虹的防水施工业务规模增长迅速，13 年防水施工业务收入增长 31.82%（占营业收入比重 13.8%），14 年半年报施工业务增长 53.54%（占营业收入比重 16.4%），增速都超过防水卷材和涂料的增速，占营业收入的比重也在稳步增长。更重要的是，防水施工业务的毛利率与防水卷材基本相当（见下图 2014 年半年报数据），这决定了工程施工业务规模的扩大不会降低公司的综合毛利率水平。

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
材料销售	1,869,535,875.84	1,173,082,526.73	37.25%	37.29%	30.74%	3.14%
工程施工	381,695,845.35	250,220,677.09	34.45%	52.54%	35.80%	8.09%
其他	71,179,458.90	58,099,886.30	18.38%			
合计	2,322,411,180.09	1,481,403,090.12	36.21%	44.08%	36.98%	3.30%
分产品						
卷材销售	1,263,236,008.28	830,563,588.99	34.25%	41.33%	35.21%	2.97%
涂料销售	606,299,867.56	342,518,937.74	43.51%	29.58%	21.03%	3.99%
工程施工	381,695,845.35	250,220,677.09	34.45%	52.54%	35.80%	8.09%
其他	71,179,458.90	58,099,886.30	18.38%			

对于当前的建筑防水市场来说，高质量的标准化施工和注重供应商专业能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和品牌的消费观才刚刚形成不久，未来的几年预期这一观念和趋势会进一步强化。在这一进程中，具有远远超越同行品牌号召力，并且不遗余力的推动和宣传标准化施工的东方雨虹有望收获较大的利益。工程施工业务将是这一进程在最大受益者。(不过据了解，工程施工模式一般需要防水供应商垫资进行工程，工程完工验收后能收到 90% 的款，剩余 10% 的款还需要一段时间。这显然会加大公司现金周转的压力，提升应收账款占营业收入的比重。对于这个负面因素的影响到底多大还需要持续的观察。)

总的来看，以往的散乱差的行业格局已经产生了严重的问题，而且不仅仅是个经济问题，还影响到建筑物的安全和有效寿命。随着社会各界包括业主对防水重视程度的提高，行业的状况正在慢慢地向着有利于优质龙头企业的方向转变，特别是选择独立的防水解决方案商这一观念的形成和扩散，更可能加速市场集中度的提升。东方雨虹多年来形成的规模、技术标准和品牌优势，有可能成为这一进程中的大赢家。

2）成本费用端

①毛利率的影响因素

单位：元

行业分类	项目	2013 年		2012 年		同比增减(%)
		金额	占营业成本比重（%）	金额	占营业成本比重（%）	
防水材料销售	直接材料	2,007,745,461.46	94.42%	1,687,952,425.55	94.74%	18.95%
	直接人工	37,354,754.18	1.76%	29,309,990.59	1.65%	27.45%
	燃料动力	19,628,476.49	0.92%	11,015,054.47	0.62%	78.2%
	制造费用	61,669,805.49	2.9%	53,460,665.18	3%	15.36%
防水工程施工	材料成本	93,343,386.58	25.04%	73,579,093.35	25.3%	26.86%
	人工成本	227,095,811.13	60.92%	170,947,790.79	58.78%	32.85%
	机械费费用	36,010,268.15	9.66%	30,042,372.90	10.33%	19.86%
	间接费用	16,327,637.11	4.38%	16,286,281.53	5.6%	0.25%
其他收入	材料成本	69,250,969.67	83.8%			
	人工成本	5,940,175.38	7.19%			
	间接费用	7,451,019.59	9.02%			

以 2013 年财报的数据可以看到，对于防水卷材和防水涂料业务来说，直接材料占据生产成本的绝大部分，对于防水工程施工业务来说人工成本占 61%，材

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料成本占 25%。由于短期 1–2 年内来看防水卷材和涂料的收入占比依然会在 7–8 成以上，因此对于公司短期 1–2 年内业绩影响最大的成本因素还是直接材料的波动。所以显然我们下一步要重点找的资料是关于直接成本的结构以及影响它波动的因素（在券商调研报告和公司年报的财务附录中查找）。

根据公司披露的信息和券商调研的记录，在直接材料中占比最大的几类成本分别为沥青（30% 左右），聚酯胎基（13% 左右）、聚醚（8% 左右），乳液（5% 左右）、SBS 改性剂（4% 左右），这几样占到直接成本的 60% 以上。

直接材料成本占主营业务成本

在主营业务成本中占比	2012 年 Q1	2011 年	2010 年	2009 年
沥青	27.7%	33.0%	21.4%	26.7%
聚醚	4.9%	7.0%	9.3%	6.8%
聚酯胎基	11.2%	13.9%	9.3%	13.4%
扩链剂	0.1%	1.4%	2.3%	1.4%
乳液	4.6%	3.9%	5.4%	5.4%
MDI	0.1%	1.3%	2.7%	1.8%
SBS 改性剂	3.5%	5.1%	4.2%	3.4%
加总	52.10%	65.60%	54.60%	58.90%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

这几样材料有一个共同的特征，就是与石油价格的波动呈现较为紧密的关联。我们都知道 2014 年下半年开始石油价格出现了暴跌，2015 年普遍认为石油价格即便有所反弹也很可能是维持在一个低位。这当然对于短期公司的业绩是个好消息，但这也更是一个让人担心的东西，大宗商品的波动是难以预测的，如果公司的业绩总是建立在这样一个难以预测但又上下起伏的因素上长期来看也是个麻烦。但我仔细研究了一下 11 年至今的毛利率波动情况，发现近年来对毛利率的影响除了原材料价格之外还有更为复杂的因素。

这个问题始自发现经营数据中 2011 年毛利率和净利率明显异常，并由此引起我的注意（很多深入的研究，经常就是源自对某年某个数据异常的好奇，所以说财务分析并不神秘，也不能仅看数据就有结论，但确实很多时候能够由此提出问题）。我依次去检查了公司 11–14 年 3 季度的财务报告，发现一些很有趣的东西，下面一一道来。

首先我们再次把 11–14 年 3 季度的相关数据整理如下：

	10 年	11 年	12 年	13 年	14 年三季度
毛利率	28.78%	27.58%	29.44%	33.8%	36.63%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	10 年	11 年	12 年	13 年	14 年三季度
三项费用率	21.33%	22.24%	20.75%	20.97%	21.05%
营业利润率	5.82%	3.4%	6.43%	10.63%	12.8%
净利润率	5.41%	4.21%	5.69%	9.49%	11.96 %

从上面的数据来看，公司的销售净利润是从 11 年开始大幅上升，这期间的费用率虽有起伏，但差别并不大。11 年最高的 22.24% 与 13 年最低的 20.97% 相差只有 1.27 的百分点，但 11 年与 13 年的净利润却相差了一倍多（4.21vs9.49），这其中最大的差别还是来自毛利率的大幅变化。11 年与 13 年的毛利率相差了 6.22 个百分点，相当于毛利率提升了 22.55%。



从公司毛利的历史波动来看，2009 年三季度也曾经达到过 39.89%，但随后几年毛利率下降就很快，10、11 和 12 的三年间都处于一个毛利率的低谷阶段。这个阶段发生了什么呢？继续看一下 2011 年这个毛利率最低年费的年报相关记录：

一、主要会计数据

单位：元

	2011 年	2010 年	本年比上年增减（%）	2009 年
营业总收入（元）	2,473,653,535.66	1,981,660,167.96	24.83%	829,305,917.03
营业利润（元）	84,104,441.72	115,510,818.08	-27.19%	81,380,043.12
利润总额（元）	117,103,609.72	120,847,132.62	-3.10%	89,906,305.82
归属于上市公司股东的净利润（元）	104,530,225.89	103,840,020.63	0.66%	73,185,563.78
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	79,430,284.91	99,443,206.63	-20.12%	65,942,118.84

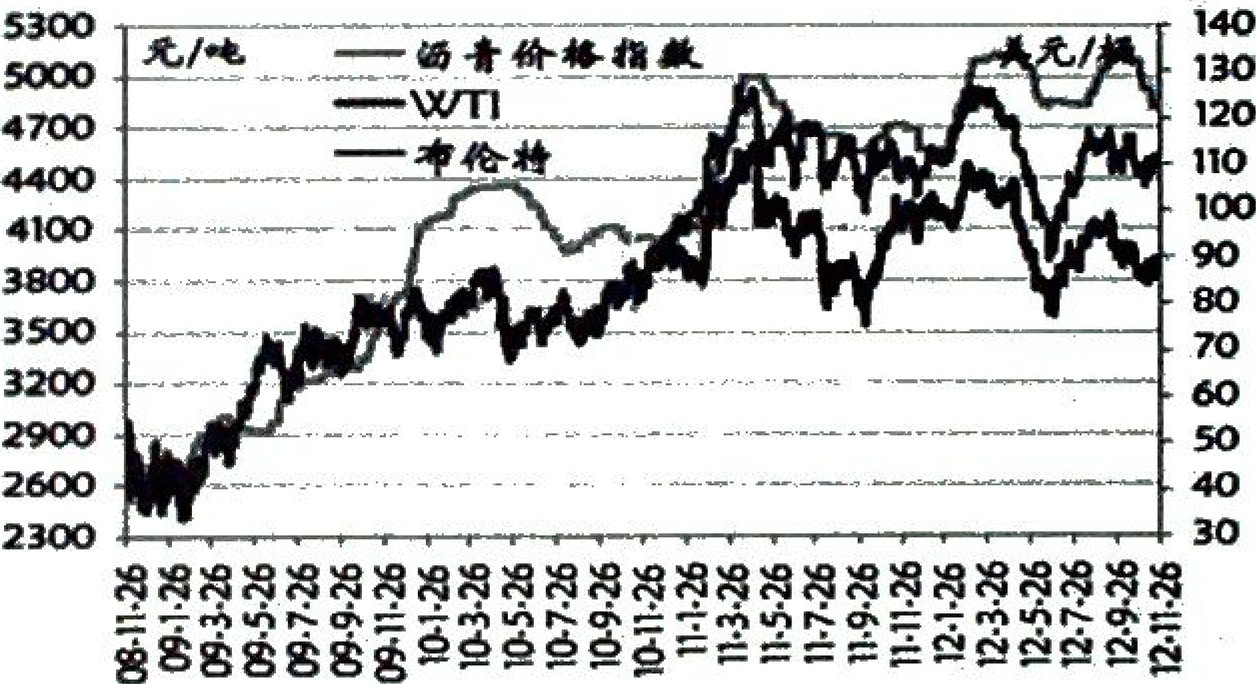
11 年收入保持较好增速，但是营业利润和净利润却大幅下滑，可见毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的波动既会带来正向的高弹性，也可能带来负向的高杀伤力，因此对东方雨虹的毛利率判断确实是至关重要，甚至比收入判断还要重要的事情。关于当年毛利大幅下降的原因，公司在年报的管理层讨论中解释为：“报告期内公司卷材类产品主要原材料平均价格同比大幅增长”，我们也在财报分产品统计的报表中可以看到防水卷材的毛利率下降了 8.7%(在同样背景下，涂料和工程施工却没什么影响，由此可知这两项业务的原材料类别与卷材的原材料类别差异较大——据公司在投资互动平台上的回复，涂料产品的主要原材料有改性剂、乳液、聚醚、扩链剂、MDI；沥青并非为除沥青涂料以外的防水涂料的主要原材料，故二者价格波动的一致性并不明显）。

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减
防水卷材	136, 730. 52	106, 690. 27	21. 97%	46. 49%	64. 87%	-8. 70%
防水涂料	75, 550. 25	54, 381. 86	28. 02%	-12. 10%	-15. 19%	2. 63%
工程施工	30, 857. 19	15, 574. 17	49. 53%	91. 07%	60. 14%	9. 75%
合　计	243, 137. 97	176, 646. 30	27. 35%	24. 40%	27. 47%	-1. 75%

这次原材料波动导致卷材毛利率大幅下滑，也说明公司的产品很难完全的转嫁成本，特别是在那时的市场格局下，防水材料供应多如牛毛并且承包商对质量并不是很在意。未来虽然这方面可能会有所改观，但对此也不能太乐观。石油价格波动对毛利率的影响得到完美体现。



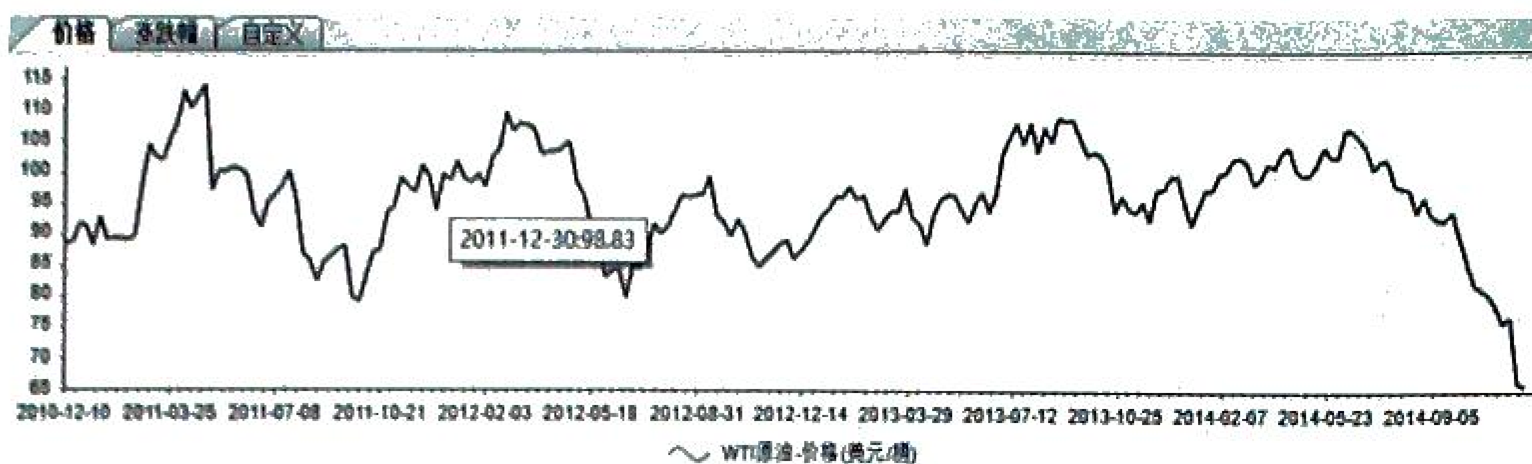
原油与沥青价格对比图

上图更加直观。沥青与原油价格确实保持了密切的走势关系。2009 年沥青价格普遍处于低位，年初大概在 2800 左右年末上升到 3600 左右。然后这种上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势一直延续，特别是 11 年开始迅速爬高到最高 5000 元左右一吨的水平（相比 2009 年最低价基本翻翻），后虽然有所下降但可见 11 年末依然处于 4500 元上方的高位。公司防水材料中原材料成本占比 90%（其中沥青占到 30% 左右），这种大幅的原材料波动显然解释了毛利率大幅下滑的原因。而从公司的业绩反映来看，成本传导到公司毛利率的速度也很快，基本上就是当年就反映情况了。

然而如果我们把连续几年的毛利率和石油价格波动结合起来看的话，奇怪的一幕便发生了：2011 年油价波动较大且大体就在 100 元上下，之后几年除了 2014 年 7 月开始跌破 100 美元外，在这期间油价水平并没有出现更大的下降甚至有所上升（见下图）。在这种情况下，公司的毛利率为何反而稳步上升了呢？



2009 年三季度毛利率创出 39.89% 的新高，年度也有 35.82% 的高水平。2014 年上半年的毛利率高达 36.69%，可整个 2014 年上半年的原油价格都是在 100 美元以上的，沥青价格也肯定明显高于 2009 年而更应该接近 11 年，但为什么 2013 年 2014 年开始公司产品的毛利率就大幅上升了呢？难道说近几年除了原材料成本下降以外，公司的毛利率还被其他更重要的因素影响了？

对此我专门咨询了公司，公司的答复如下：沥青是公司的主要材料之一，其实际采购价格的波动会对公司毛利率有一定影响，但不是影响毛利率的唯一因素。近年公司毛利率提升的主要原因是：采购和生产的规模化效益有利于产品单位成本的下降；随着公司全国性销售网络的逐步完善，品牌和质量优势进一步巩固，在产品供不应求的背景下，公司加强了销售定价管理，销售价格并未因为规模扩张受到明显不利影响；高附加值、高毛利率的产品占比有所上升。

公司的解释归结为“规模化效益、供不应求下价格坚挺、高毛利产品占比上升”。如果这个解释是真实的，那么对于公司毛利率的影响应该十分深远。因为产品结构优化或者定价权的产生，以及规模化因素，都是未来中期内可持续甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至进一步强化的因素。但目前来看似乎也只有这样才能解释在 2 年多时间里原油价格保持高位震荡时，公司的毛利率还能不断攀升的原因了。不过在 14 年年报中有一个信息值得关注：

方面，公司生产所需的原材料多数为传统化工产品，报告期内下游工业对于化工产品需求未出现明显改善信号，因此2014年上半年公司上游原材料市场价格持续保持低位运行的态势；此外随着公司全国性销售网络的逐步完善，以及品牌和质量优势的进一步确立和巩固，在产品供不应求的背景下，公司继续加强对产品销售定价的管理，对于各级销售组织的价格特批

从这句话来看，虽然上半年原油还在 100 美元之上，但由于下游工业不景气导致公司的上游原材料价格是处于低位运行的。这是否说明公司的部分原材料与原油价格的波动并不呈同节奏或者同方向的波动？这个信息好的一面是：如此一来是否也说明石油价格上涨也并不必然导致原材料价格的回升？但不好的一面在于：对于公司毛利率的判断进一步的复杂化和难测了。总之毛利率未来依然是需要持续关注的最核心的动向。

除此之外，中长期来看另一个可能平抑原油价格波动导致的毛利率波动的因素是产业链一体化。对于原材料占成本比重很高的生意来说，向上的垂直一体化是事关利润率稳定性的重大经营举措。这方面根据公司公告我们可以注意到，2012 年初公司投资建设了山东天鼎丰非织造布公司，非织造布（胎基布）是改性沥青卷材最重要的原来之一，1 平方米卷材要使用 1 平方米的非织造布。所以这个原材料的自产，有望让改性沥青这一最重要的卷材原料的价格更可控。据公司介绍这个工厂将于 2015 年完成 12 条生产线的建设，届时将成为世界上最大的胎基布生产商。

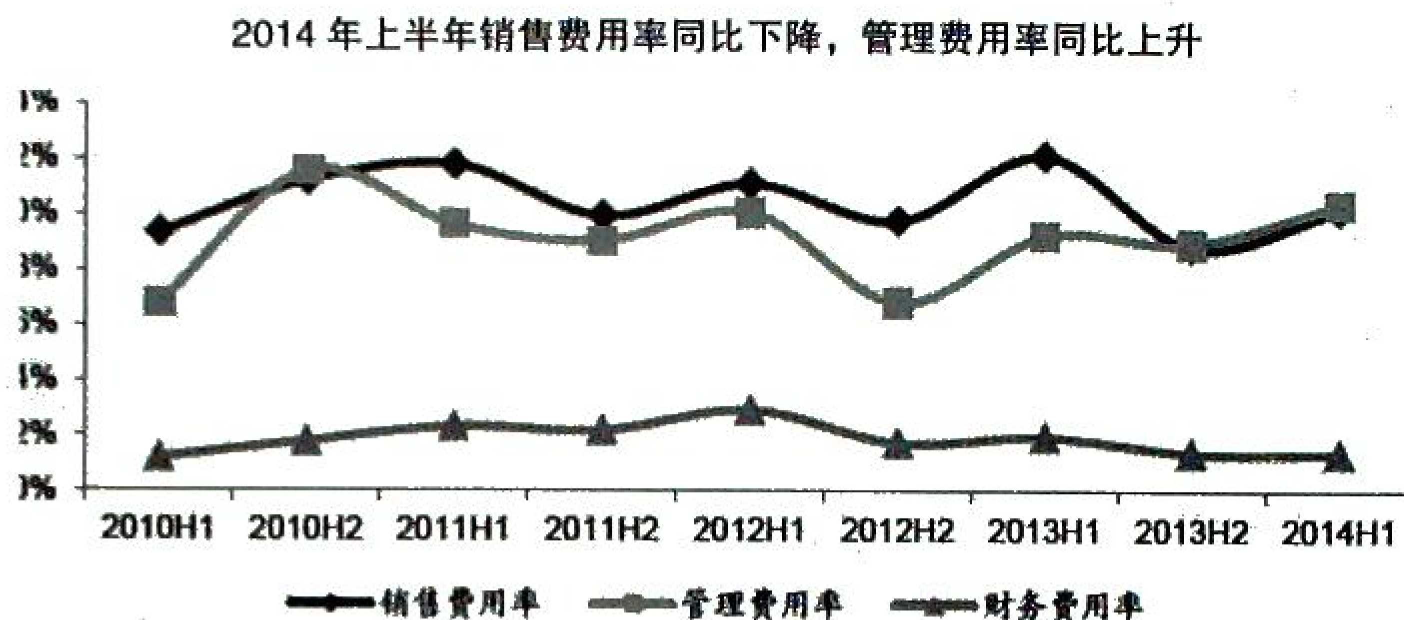
另一个重要的动作是 2013 年 6 月公司与特多湖沥青公司签署了合作备忘录，特多湖沥青是全球最大的天然湖沥青生产基地。初步的协议约定特多湖沥青公司将提供至少每年 10 万吨，至少 20 年的未精炼沥青原料，在国内只有东方雨虹一家获取了这一资源并具备相应的提炼技术。供货价格首次约定 5 年有效，之后 3 年一约定。据公司披露目前每年的沥青用量在 20 万吨左右，但特多湖沥青目前刚刚开始采购占总成本的比例非常小。如果未来这一协议执行，显然将对公司最重要的沥青成本构成一个分量很足的缓冲垫。除此以外，公司还准备在委内瑞拉投资沥青相关的项目，目前尚在筹备状态。另外公司据称还在进行一些沥青的技术改进，希望继续降低生产成本。

汇总上述信息，可以得到的判断是：从短期 1 年来看，石油价格只要不大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅反弹回高点，公司的毛利率可基本保持稳定（因为14年上半年石油价格还在100美元以上，毛利率为36.7%），这样公司的业绩至少应该能与其收入增幅同步（费用率我们下面会继续分析）。如果原油价格和沥青价格继续低迷，15年的毛利率有望继续提升，从而明显增强业绩弹性。中长期来看，原材料波动对毛利率的影响依然是不可避免而且是明显的，但规模效益的进一步发挥和垂直一体化逐渐提升可控的原材料占比，以及定价权的进一步提升，原材料波动对毛利率的影响可能会趋于降低，当然这只是一个逻辑推理，具体影响情况需要持续观察。这个逻辑也说明，当毛利率因受到原材料影响而出现暂时性的下降时，可能反而是一个买点。据统计，公司上市以来的毛利率波动区间为24%—42%之间，均值为33%。随着公司的毛利率逐渐接近历史最高点，如果毛利率未来持续高升，也要警惕其向下的波动回归均值。

②费用率的变动



数据来源：广发证券发展研究中心

东方雨虹的费用率控制一直是不错的，特别是销售费用率在营业收入持续上升的情况下保持了低速的增长。这可能是因为公司的营销网点已经基本布局成熟，以及货品较畅销导致的。14年上半年公司的净利润率创了历史新高的9.5%，除了毛利率提升外费用率的良好控制也功不可没。

目前看不到费用率发生大的趋势性变化的因素。但2014年的管理费用里有一笔支出为股权激励费用，这笔费用正好是历年中最高的一笔，为6968万。2015年的股权激励费用将下降到2000万，也就是说在管理费用的其他开支不变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，15 年的管理费用可以节省近 5000 万。不过简单算了下 5000 万相当于 14 年预期管理费用（大约 4.5 亿左右）的 11%，影响有限。

激励成本合计为 12,762,60 万元，2013 年 -2017 年限制性股票成本摊销情况见下表，根据相关会计制度的规定，摊销的成本将在经常性损益中列支，会相应减少公司的当期净利润。

授予的限制性股票（万股）	摊销费用总计（万元）	2013年（万元）	2014年（万元）	2015年（万元）	2016年（万元）	2017年（万元）
1,631.6	12,762.60	3,038.89	6,968.03	2,002.49	547.05	206.13

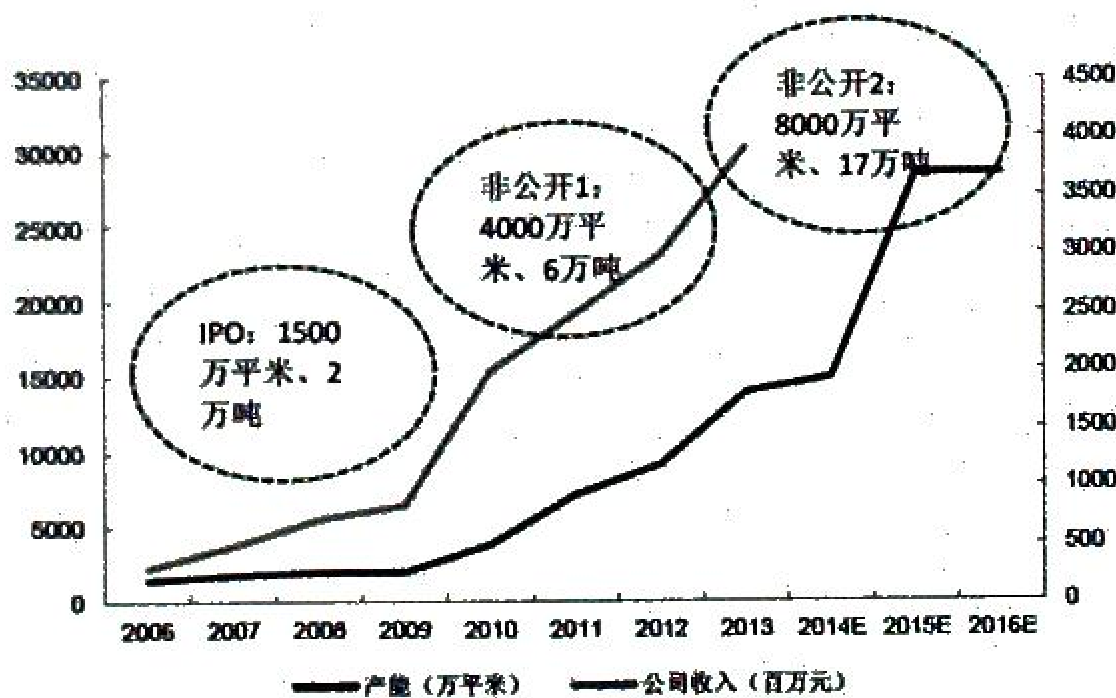
7. 产能及外延端

由于公司 2013 和 2014 年年报中都声称供不应求，并且财务的表现也基本符合这一状态，那么就需要考虑它的供货是否能跟得上了——毕竟作为一个典型的走规模的低利润率高周转率生意，如果供应总是上不来，那供不应求又有何意义呢？我们可以注意到从去年起，公司开始连续地进行了产能方面的投资。

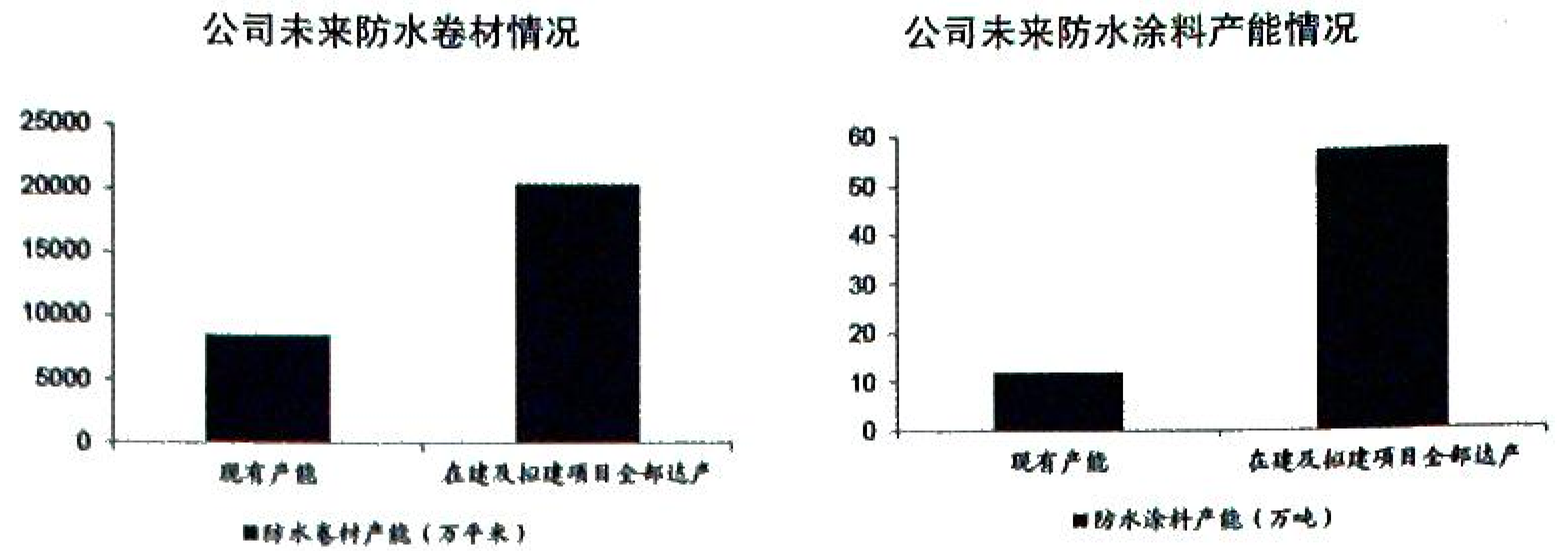
★ 2013 年 9 月募集 12.7 亿，用于唐山、咸阳、徐州、锦州、德州的产能建设，预计新增产能 8000 万平方米卷材、17 万吨涂料和 1 万吨非织造布，建成后产能将翻倍。

★ 2014 年 6 月公告拟投资 15 亿在芜湖建设防水材料生产研发项目，建设周期 36 个月，产能目标 4000 万平方米改性沥青防水卷材、年产 28 万吨防水涂料与砂浆类产品、年产 80 万立方米石墨聚苯板产品。

公司收入与产能扩张时间序列



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司其他产品产能在建及拟建情况

其他产品	产能	归属生产基地
砂浆	40 万吨	徐州卧牛山
橡胶密封材料	1000 万件	
内外墙涂料	3 万吨	昆明风行
非织造布	5 万吨	山东天鼎丰
非织造布	1 万吨	德州
石墨聚苯板	80 万立方米	芜湖

据相关调研资料统计，2013 年公司有八大生产基地，2014 年增发建设后将有 11 大生产基地。总计可生产沥青卷材 1.28 亿平方米，高分子卷材 500 万平方米，防水涂料 21.5 万吨。生产基地遍布华北、华东、华中、华南和西南，已经基本形成在全国范围确保产能靠近当地主要客户。

		改性沥青卷材	高分子	涂料	其他	投产情况
	北京	1800		1.5		
华北	锦州	2000+新增2000		4		
	上海					
	徐州				20万吨砂浆、橡胶密封件1000万	
华东	山东	4000		10+新增9	5万吨非织造布+1万吨	
	岳阳	1000	500	2		
	唐山	4000		4		
	咸阳	2000		4		建设中
华中	芜湖	4000		8	20万吨砂浆 80万平米保温板	建设中
华南	惠州	1000		2		
西南	昆明	3000		2		
合计产量		24800	500	46.5	内外墙涂料3万吨	

注：粗体部分为新增产能

可见公司的新增产能已经翻倍，产能瓶颈在未来几年不再成为问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了产能端的布局外，公司还在营销端有一些新的动向。以往公司的收入中以直销为主，占到收入比重的 65%。从 2014 年开始公司也开始开拓经销模式。其中工程渠道经销商主要针对核心城市以外的工程市场，现有经销商 1000 余家；零售渠道网络针对普通消费者家庭装修市场，现有 800 余家经销商和 8000 多门店，未来其目标是完成“千城万店”的布局。公司还设立了虹哥汇，专门面向装修设计师和施工人员，加强品牌营销和技术标准的推广。从这一系列的动作中，可以看到东方雨虹对于家装市场的野心和布局。不过这块才刚刚开始发展，未来影响到底多大还需要继续观察。

三、主要的风险

★原材料价格波动导致的毛利率波动

★大客户风险

公司前 5 大客户资料

√ 适用 □ 不适用

序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例（%）
1	万科企业股份有限公司	385,031,547.66	9.87%
2	保利房地产（集团）股份有限公司	120,890,411.09	3.1%
3	中国建筑第八工程局有限公司	107,524,297.34	2.76%
4	上海龙湖置业发展有限公司	94,712,139.54	2.43%
5	大华（集团）房地产开发有限公司	50,385,392.10	1.29%
合计	——	758,543,787.73	19.45%

以 2013 年财报披露的数据，公司前五大客户占营业收入比重 19.45%，这其中万科一家就占了近 10%。与优质房地产龙头公司建立战略合作关系是东方雨虹近年的重点战略，这事儿有利有弊。利益是通过优质大客户提升收入进而逐步占领优质市场份额，但弊端就是一定阶段内大客户对营业收入的影响比较大，如果出现这些大客户的订单变化，会对公司收入造成很大影响。

★应收账款占比上升

	2014 年中	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款占收入	68.13% （去年同期 16.1%）	32.71%	31.26%	29.84%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年中	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款周转率	1.75（去年同期 1.7）	3.69	3.68	3.93
坏账计提规则	应收账款账龄 1 年以内，计提 5%； 1-2 年，计提 10% 2-3 年，计提 30% 3-5 年，计提 50% 4-5 年，计提 80% 5 年以上计提 100%			

东方雨虹的应收账款占收入的比重不低，过去几年这个比例稳中有升，但 2014 年半年报的应收账款同比大幅上升值得注意，这可能说明上半年收入的高增长有放款客户信用的问题（不排除是为了下半年的增发成功）。到三季度，应收账款占收入比重下降到 46.75%，最终 2014 年能否回到正常的区间需要关注，看看是阶段性的提升还是趋势性的。

1 年以内						
其中：	–	–	–	–	–	–
1 年以内小计	1,034,321,419.87	62.65%	51,842,359.59	1,088,902,857.32	81.72%	54,445,142.82
1 至 2 年	457,545,269.23	27.71%	45,754,526.91	149,028,049.16	11.18%	14,902,804.92
2 至 3 年	97,006,071.51	5.88%	29,101,821.45	52,696,624.52	3.96%	15,808,987.35
3 年以上	62,185,781.55	3.76%	44,337,042.34	41,860,129.29	3.14%	28,351,180.49
3 至 4 年	28,464,360.65	1.72%	14,232,180.34	20,821,043.19	1.56%	10,410,521.60
4 至 5 年	18,082,794.46	1.09%	14,466,235.56	15,492,136.04	1.16%	12,393,708.83
5 年以上	15,638,626.44	0.95%	15,638,626.44	5,546,950.06	0.42%	5,546,950.06
合计	1,651,058,542.16	–	171,035,750.29	1,332,487,660.29	–	113,508,115.58

从 2014 年半年报的财务附录中可以看到，目前应收账款中 2 年以内的占比约为 90.36%，考虑到防水业务具有一定的施工属性，这个账龄的分布未见异常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位：元

单位名称	与本公司关系	金额	年限	占应收账款总额的比例
万科企业股份有限公司	非关联方	213,853,804.91	1 至 3 年	12.93%
上海龙湖置业发展有限公司	非关联方	28,429,551.06	1 至 2 年	1.72%
广州天力建筑工程有限公司	非关联方	27,347,914.44	1 至 2 年	1.65%
中建三局建设工程股份有限公司	非关联方	26,898,953.61	1 至 5 年	1.63%
重庆金牛衣防水工程有限责任公司	非关联方	26,144,018.46	1 至 2 年	1.58%
合计	-	322,674,242.48	-	19.51%

由于东方雨虹具有大客户的特征，因此其应收账款的应收方也呈现这个特征。公司与万科的合作紧密而且规模也很大，万科的应收账款达到 2.138 亿，占到整个应收账款的近 13%。这也验证了与优质龙头公司合作的缺陷在于要付出账期的代价。按说万科的款项形成坏账的可能性较低，但这里看到万科的应收款账期横跨 1-3 年间，并且几个大客户的账期都不算短，这可能一方面是客户利用了自身的优势延长账期，另一方面与这些客户的合作中施工的项目应该占有较高的比重。

（总的来看应收账款是有一定风险的，前五大客户应收账款太高更是如此。但公司目前的应收账款周转率依然正常，最大的应收款拖欠方万科的资质和信誉都非常好，并且公司的账龄 9 成以上还是控制在 2 年内，对于各个账龄期间的坏账计提也比较合理，暂时不作为一个重大的隐患，而只是一般风险因素。）

★房地产投资下滑影响公司收入

公司的下游客户中房地产业务的占比在 60% 左右，显然房地产投资增速的下滑会对公司的市场造成一定影响。但防水材料市场目前极度分散的现状，可能会降低这一负面因素对公司实际业绩的拖累。原因在于整个防水市场的空间在 1500 亿（规模以上企业在 800 多亿），房地产新增投资不景气影响的是市场总量的变化，但对于市场份额目前只有 5% 左右的东方雨虹来说，市场总量是 1000 亿还是 1500 亿的区别并不太大，更重要的是吃掉别人的份额。这与广联达的计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价软件极高占有率下面对的局面是截然不同的。

当然 2014 年第三季度的营收增速明显在放缓，只有 10% 增长。公司的解释是由于供不应求收紧了价格折扣并且挑选了更优质的客户。由于目前时间尚短还不能确切说这是受三季度房地产投资下滑的影响还是公司所说的原因（我个人估计两者都有）。但从 2012 年的情况来看，公司对于防水市场整体增速的要求可能确实不高，更主要的矛盾还是在抢夺广大的中小防水公司的市场份额上。在这个过程中，由于它的定价高，因此与优质地产商的合作也是必然的。而优质地产龙头在不景气期间的投资开支应该是高于行业平均水平的，这可能也为雨虹的收入增长提供了一个超过行业平均水平的环境。

四、其他重要问题

1. 员工数量异常波动

	2011 年	2012 年	2013 年
生产人员	785	464	842
施工人员	556	17	49
技术人员	262	328	399
销售人员	1218	670	998
财务人员	83	80	80
管理人员	347	738	638
总人数	3251	2217	3006

在一般的公司分析中比较容易出问题的在高管层或者激励机制上，东方雨虹在这两方面没有什么明显的问题，高管背景比较专业，薪资水平较高，股权结构合理，股权激励的范围广幅度大（股权激励对象涵盖高中管理层和核心业务骨干 278 人，占总股本的比例高达 5.24%）。但我却发现其员工人数的变化非常突兀。12 年相对 11 年一下子减了将近 1000 人（占 2011 年总人数的 31.8%），2013 年又一下子增加了近 800 人，这种程度的员工数量变动完全难以用正常流动来理解。在投资者互动平台公司对此的解释是：2012 年实施精英治雨虹人才战略，加强员工考核优胜劣汰，因此降低了员工人数，2013 年公司为了高速发展需要扩张的人数。至少在我看来这个解释比较牵强，优胜劣汰到 30% 的人都没了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别是施工人员几乎全部砍掉，这实在无法理解。特别是 2013 年一下子又增加了 800 多人，难道人才策略又变了？对此还需要进一步了解。

那是不是这说明公司在造假？目前感觉这方面可能性不大，因为造假完全可以做得更真一些更不容易一眼被提出问题的，通过这种员工人数大起大落来造假似乎没有必要。对此能感觉到的，是公司员工队伍管理方面缺乏预见性或者其他管理问题，总之这依然需要继续了解。

更进一步来看有一个更重要的问题，那就是人数变动中最剧烈的是施工人员这块，不但大起大落，而且结合业务收入和成本来说的话很矛盾。比如 2013 年公司的施工业务收入高达 5 亿，并且财报披露人工费用占 60% 以上，可施工人员只有 49 人。这似乎很难符合逻辑。

我不断地强调，公司分析的过程就是一个不断发现疑问的过程，既然发现了这个问题，我当然要进一步地与公司沟通寻求答案（如果有现场调研交流的机会当然好，否则通过公司网站上的投资者互动交流平台也是不错的选择，当然这需要比较重视投资者的公司才能有良好的效果），对此公司的回复是：2012 年东方雨虹施工队伍实行外协制，公司主要培养施工管理人员和项目经理，并自 2012 年起公司创办了施工工人技术学校，分期分批轮训外协人员，考试合格持证上岗，2013 年培养外协队伍施工工人 500 多人，有效保证施工质量，实现施工业务收入。

对这个答复我还比较满意。这一方面可以解释施工人员太少与施工业务收入规模大之间的矛盾。更重要的是这种模式也比较理想，既可以不用负担大量的日常工资支出（有利于毛利率和费用率控制），又通过技术学校和培训、认证等措施保障了施工质量。

2. 高管的频繁减持

一般来说高管减持股份并不一定说明什么，但东方雨虹的高管减持行为确实是蔚为壮观。据不完全统计，在 2009 年 10 月 29 日到 2013 年 8 月 19 日不到 4 年的时间里，东方雨虹出现了 185 次董监高及相关人员股份变动，平均几乎每周都会有董监高发生减持，减持金额累计达到 2.76 亿元。这确实让人疑惑。你说这是预示着公司前景不妙吧，可高管从 2009 年开始就一路减持，但 09 年至今公司的业绩可以说相当好，股价也涨了 3、4 倍了。东方雨虹的高管减持也很有特点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是在特定阶段集中的减持，而呈现出任何时段都在不断卖的特点，自 2009 年开始至今每年高管减持都在二十多笔以上。当然从持股情况来看，董事长依然持有 36% 以上的股份，减持的还只是很少的比例。但高管的这种频繁减持的行为，依然让人不安和反感。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）防水材料市场目前处于典型的散乱差的局面，市场空间很大，但是行业集中度非常的低。但从国外的情况来看，这个行业最终的市场集中度可能是比较高的。

2）东方雨虹当前的市场占有率大约在 5% 左右，属于典型的大行业小公司。更重要的是东方雨虹已经在规模、品牌、技术标准等方面与同行拉开了巨大的差距，其市场地位可用鹤立鸡群来形容，其已经具备了大幅提升市场集中的意愿和实力。

3）地产商将防水外包给独立防水公司的模式正在有利于雨润扩大市场，短期内石油和化工价格低迷的现状也有利于它毛利率的进一步提升，长期来看雨润正在通过垂直一体化降低原料成本波动对毛利率的影响程度。

4）自 15 年开始投资的产能将持续投产，总产能将提升 1 倍以上，供不应求的产能瓶颈将彻底打开。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	典型的大行业小公司，防水材料目前的散乱差的格局有被打破的可能性
扩张的边际成本，轻资产	否，重资产型生意，扩张的边际成本高，需要持续不断的资本开支（这可能也是其壁垒之一）
高客户黏度	否，总体来说客户的选择比较随意，产品的同质化程度较高
弱周期性	否，需求端易受到房地产影响，但在目前很小的市场占有率情况下可能不太明显；成本端受到石油化工产品波动周期影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估项目	基本评估
强竞争优势	在规模上具有显著的优势，品牌也远强于同业，具有一定的定价权，虽然整体属于高效经营范畴，但量变逐渐累积相对同业已经有压倒性的优势
管理层和治理	未发现明显问题，员工人数波动需要继续探究和观察
R 特征	ROE 在景气期还有一定提升余地（2005 年曾达到过 43%，2008 年上市当年 ROE 也高达 15%），从常态来说目前 ROE 已经在高位，但不断的融资可摊薄 ROE，然后再通过总资产周转率的提升回到相对高位
N 特征	较长，市场集中度提升还有望持续 5 年，期间相对同行的竞争优势也难以颠覆
g 特征	总资产增长可望保持较快速（需要不断增发扩张）
总结	不属于典型的高价值企业，因为重资产并且不容易产生自由现金流，客户黏性低。但价值特征呈现 g 较大、n 较长、R 较高的特点，行业集中度提升是个长期故事，竞争优势强大，在中期来看虽然不具有经常性溢价特征但在低估值下具有较好的长期投资价值

3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	价值创造中期阶段，优势已经明显，集中度尚有较大提升空间
	生意特征是否符合 DCF 三要素	否，重资产、资本性支出高、现金创造能力较差
	盈利的确定性	中高，行业集中度小竞争优势强提供成长空间，成本端波动较大
溢价折价定性	不属于经常性溢价品种	
市场参照体系	过往的估值波动区间很大，以过去几年的年收盘价对比当年每股收益，其估值分布见下表统计。从其估值分布来看 14 年底的估值水平处于底部区间，但要注意这是建立在当年业绩大幅增长的前提下。但总的来看，如果其经营能够验证提升集中度的大逻辑，这一估值水平至少是合理价位区间	

	09	10	11	12	13	14
收盘价	49.97	39.4	12.24	15.25	26.37	35.5
EPS	0.93	0.66	0.3	0.55	1.04	1.45
净资产	6.08	6.43	3.16	3.63	4.67	8.03
PE	53.65	59.59	40.8	27.72	25.35	24.35
PB	8.2	6.12	3.87	4.2	5.64	4.41
收入增长	+16.42	+138.95	+24.83	+20.41	+31.02	30 左右
利润增长	+65.86	+41.89	+0.66	+80.49	+92.78	65 左右
ROE	16.19	13.85	9.92	16.17	24.86	25 左右
当年股价收盘涨幅		61.83	-38.47	26.5	76.23	34
中证 500 涨幅		10	-33.8	0.28	16.89	42.68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　新天科技案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况

基本情况	简单介绍
公司业务范围	新天科技是中国智能表及系统行业的先行者之一，是我国智能表及系统的行业领导者之一，同时也是首家涵盖智能水表、热量表、智能燃气表、智能电表四大产品系列的上市公司。
业务结构	公司产品分为智能水表系统，智能热量表，智能燃气表和智能电表。其中智能水表系统占营业收入比重超过 50%，其次是热量表和燃气表，电表占比最低。
上下游及销售模式	公司产品的营业成本中原材料占 80% 以上，上游原材料主要是集成电路、单片机和金属。下游客户主要是自来水公司，燃气公司，电力公司等，也有一些房地产开发商和工矿企业等。由于产品具有一定技术含量，所以销售模式以直销为主，经销为辅。
实际控制人	费占军、费占波兄弟，两人持股总共占 55.91%
机构持股占比	截止 2014 年 12 月 30 日，机构持股占比 7.07%
近年分红增发情况	12-14 年分红占净利润比例为 20.31%，18.86%，26.17%，无增发

2. 基本生意特性

	2014 年 3 季度	2013	2012	2011	2010
营业收入增速	+9.97%	+12.38%	+23.59%	+41%	49.2%
毛利率	46.3%	45.5%	45.9%	43.5%	49.45%
三项费用率	18.3%	17.53%	15.32%	16.9%	15.24%
销售费用	12.18%	11%	10.5%	9.3%	7.7%
管理费用	9.62%	9.8%	9.38%	9.55%	8.05%
财务费用	-3.5%	-3.3%	-4.6%	-1.95%	-0.52%

15年中报达47.41%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年 3 季度	2013	2012	2011	2010
营业利润增速	+10.96%	+9.08%	+35.55%	+54.65%	+86.3%
扣非后净利润增速	+3.34%	+23%	+51.6%	+57.3%	+105.3%
Roe 销售净利率 资产周转率 财务杠杆	9.27% 28.97% 0.28 1.18	15.75% 31.96% 0.41 1.18	13.77% 27.82% 0.42 1.16	16.56% 23.92% 0.58 1.2	42.85% 23.55% 1.16 1.56
应收账款占收入比	43.75%	28.74%	30.58%	21.27%	20.95%
固定资产比重	4.94	5	6.53	2.98	8.44
净运营费用		0.8 亿	0.59 亿		
资产负债率	14.7%	14.6%	14.18%	11.9%	33.4%
流动比率、 速动比率	6.08 5.03	6.34 5.8			
经营性现金流 / 净利润比率	0.87	1	0.84	0.73	0.56

★把这个表格粗略浏览一下之后，可能最让人诧异的就是销售净利润率了。一般我们会认为新天科技的智能水表电表等产品属于机械配件制造类公司，一个机械制造业的公司销售利润率居然可以达到近 30% 是非常少见的，这种净利润率水平就连 A 股上市的很多所谓软件公司都达不到。从公司研究的角度来说，搞清楚为何它能享有这样高的净利率，以及这种净利润率是否可持续显然是最重要的一件事。

★然后我们看到新天科技过去几年的营收状况似乎有问题，10 年上市前和 11 年上市当年显示出高速增长的态势，但从 12 年开始营业收入增速逐级下滑，似乎增长越来越没动力了。那么到底是什么问题？是市场需求端萎缩了还是产能受限？是市场推广不利还是竞争失利？后续问题可能直接决定了它的投资价值。

★从成本和费用端来看，过去几年毛利率有一个先低后高的波动，11 年大幅下滑，之后逐步企稳走高，作为拐点的 11 年的年报值得仔细探查一下。从三项费用率来看近年来稳中有升，其中管理费用率相当稳定，财务费用一直为负数显示现金非常充裕，但销售费用率自 10 年起来显示出趋势性的上涨，是推动费用率上升的主要原因——如果将近年营业收入增速的持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


续下降，与销售费用的持续上升结合，似乎显示出市场开拓方面的压力和竞争激烈化的趋势，而竞争激烈化是否会影响到其极高的净利率，这些都是需要后续重点研究的问题。

★从利润表现来看，公司的营业利润经常与扣非后的净利润增速有较大差别，这显示公司有较多的营业外损益（比如政府补贴、退税等），这点与广联达这种软件公司倒有些相似，比如增值税退税节奏经常会影响到当年净利率。从这点来说，需要更多关注其营业利润的表现，这才更真实反映其当期的经营结果。

★公司的固定资产占比很小，属于典型的轻资产型业务。现金流不错，没有财务压力。经过查看资产负债表，其资产负债率中没有一分钱的有息负债（如银行贷款或者债券），而主要都是应付账款和预收账款，属于假性负债。

★公司当前的 ROE 很低，如果参考上市前的 2010 年，可以看到其 ROE 高达 40% 以上。虽然上市前数据多少会有水分和夸张，但考虑到其极高的销售净利润率，只要总资产周转率提升到 1，在不考虑财务杠杆的因素下也起码可以达到 30%。所以总资产周转率是非常关键的因素，而决定总资产周转率能否放大的关键，在于销售收入能否持续扩大——这就又回到了前面有关销售增速为何萎靡不振的原因去了。

★另外值得注意是，看其利润表，公司当前的营业收入不过 3 个亿左右，属于非常小的公司了。同时它又有一个非常高的净利率。如果它的生意还是一个大市场的话，那么这个公司就非常值得注意了。因为那将体现出这样一种特质：大行业、小公司、高利润、优现金流。

二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

新天科技的主营业务是智能计量仪表及仪器，目前公司的产品主要分为智能水表、智能燃气表，智能热量表和智能电表四大系列。计量设备按照技术主要分为传统机械式、IC 卡式和远传式，其中 IC 卡式（分为接触式和非接触式）和远传式（分为无线和有线两种）属于智能计量设备。在我国，机械式计量依然是主流，智能计量产品正在快速发展，其中 IC 卡式又最符合我国的实际应用状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对新天科技来说，智能水表一直是其主要产品，2013 年末占总收入的 53% 左右，其次是热量表及系统和燃气表及系统，分别占 23%、11.7%，智能电表占比最低约为 8.35%。

单位：元

	主营业务收入	主营业务利润
分行业		
智能计量表行业	323,339,103.31	146,329,255.93
分产品		
智能水表及系统	171,554,502.35	77,592,552.38
热量表及系统	74,361,167.92	37,146,415.24
智能燃气表及系统	37,931,042.68	13,098,152.81
智能电表及系统	27,607,084.57	14,376,380.72
其他	11,885,305.79	4,115,754.78

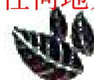
我们可以看到截止 2013 年公司的总营收才 3 亿出头，属于非常小的公司。那么它所服务的行业市场空间究竟如何呢？下面我们对其四大产品分别分析：

2. 智能水表系统

水表业已经有 100 多年历史，目前全球每年水表的总需求上亿台。根据中国行业网资料显示，2012 年我国的水表销售量约为 6000 万台，其中智能水表的占比只有 14%，约为 890 万台左右。根据中商情报网 2010 年发布的《中国水表行业发展研究报告》，预计 2015 年我国水表的总产量可达 9000 万台，这其中预计智能水表将占到 20% 的市场份额，约为 1800 万台。

我国水表增长的主要驱动力来自新建城镇、老产品更新以及其它（农村及出口）三个方面。据统计十一五期间我国新增城镇水表的安装总量约为 4500 万只，也就是年均 900 万只左右。而“十一五”期间我国水表的年销售总量在 4000-5000 万只左右，也就是说每年由新增城镇带来的水表销贡献约为 20%。十二五期间我国的城镇化依然是主要的国家战略，但考虑到房地产市场投资增速的放缓，未来新增城镇所带来的水表增量对水表总销售量的贡献，我个人估计会有所下降。但考虑到城镇化规模总量的增长，每年新增水表的需求应该还是明显高于十一五期间的年均 900 万只的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



存量更新方面。按照《强制检定的工作计量器具强检形式及强检适用范围表》和《JJG162-2009 冷水水表检定规划》的规定，水表的使用期限不得超过 6 年。但从实际情况来看，似乎并未得到足够的执行，我们如果把水表更新年限延长到 8 年，2015 年倒退 8 年是 07 年，根据欧立信研究中心的数据，2007-2009 年水表销售量分别为 4763、5086、5550 万只。

除此以外，农村用和水表出口还占大约 20-30% 的占比。

综合来看如果 2015 年起的未来几年，我国水表能保持平均每年 9000 万台的总销售量，并且智能水表的销售占比从 2012 年的 14% 提升到 25% 的份额。那么智能水表在未来几年的销量有望达到每年 2200 多万台，按每套 275 元的当前售价标准计算，市场空间可达到 60 亿 / 年。而 2013 年公司的智能水表销售额只有 1.7 亿多。

3. 热量表系统

热量表是测量热交换系统（比如暖气）所吸收和释放热能的计量仪器，最早诞生在欧洲。热量表是根据实际使用量收取供暖费的技术基础，据统计将采暖的保费制改为按实际使用的热量值收费，可以节省 20-30% 的能源。在我国供暖的原材料中煤炭还占据主要的消费结构（北方地区每年供暖用煤 1.5 亿吨以上，占北方区建筑能耗的 50% 以上），因此通过安装热量表系统并进而降低热量浪费，最终可以达到节能环保的效果。我国从 2006 年开始推广强制性的供热计量表，此后热量表市场开始快速增长。

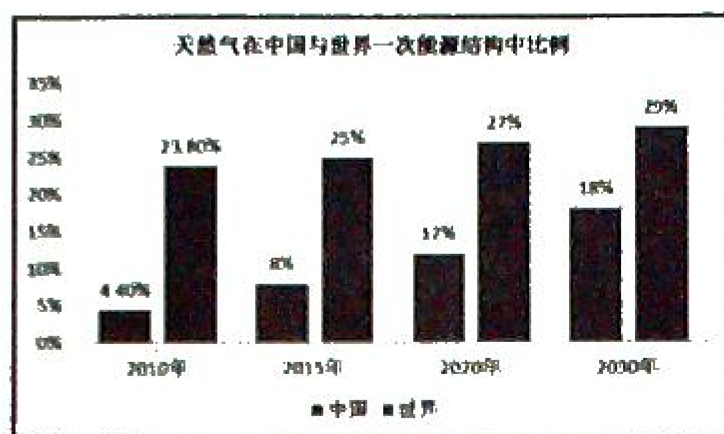
热量表市场同样有增量和存量两部分构成。《“十二五”节能减排综合性工作方案》中规划将推进北方采暖既有建筑的供热计量和节能改造，涉及的改造面积在 4 亿平米以上。按照户均 100 平米、每户安装一个热量表计算改造的总需求约为 400 万只。新增市场方面，“十二五”的住宅竣工套数约为 6000 万套，自 99 年到 12 年期间北方竣工面积占全国的比重在 40%，若这一比例不变北方地区的竣工套数约为 2400 万套。目前建设质量监督部门已经将热量表安装列入强制性验收范围，因此热量表安装总量也有望达到 2400 万套左右。存量加增量大约总数在 2800 万只，安装每只 600 元的售价计算，总市场规模也在 150 亿元以上，每年的市场空间在 30 亿左右。2013 年公司的热量表收入只有 7500 万左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 智能燃气表系统

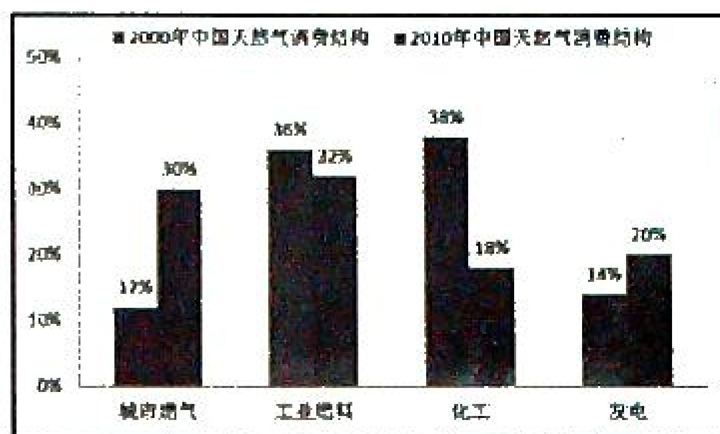
燃气表的发展很大程度上取决于天然气在我国家庭的接入和普及情况。过去十几年间，天然气在我国的接入总量从 1994 年的 173 亿立方米增长到 2011 年的 1350 亿立方米，并且其增速在 2002 年之后显著上升。我国天然气生活用量从 2000 年开始快速增长，从 2000 年的 32 亿立方米增长到 2011 年 264 亿立方米，年均复合增速高达 21%。从我国的能源结构和国家能源战略来看，至少未来 10 年天然气的使用量依然将保持高速发展，这为智能燃气表的普及发展奠定了基本的市场需求基础。

中国天然气应用具备巨大提升空间



资料来源：中国银河证券研究部

城市燃气对天然气需求增长迅速



资料来源：《天然气发展"十二五"规划》；中国银河证券研究部

根据中国城市燃气协会的数据，2010 年我国燃气表市场规模在 1440 万台，其中智能燃气表 562 万台，占比 29%。预计 2015 年我国燃气表总需求量可达到 3583 万台左右，其中智能燃气表占比将提升到 54% 达 1900 多万台。以 250 元左右一台的市场售价计算(行业资料显示 2011 年 -15 年燃气表市场需求约为 150 亿，对应 5950 万只，平均每只 250 元左右)，2015 年的市场空间可达到 40-50 亿左右。2013 年公司智能燃气表的销售额约为 3800 万元不到。

5. 智能电表系统

智能电表和自动抄表技术是电能源管理的第一步，因此近年来世界各国均在加快推广智能电表，欧盟计划在 2020 年将智能电表的覆盖率提升到 80%。美国在 2009 年的《经济复兴计划》中规划在之后三年推广 4000 万只智能电表，同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资 40 亿美元推动电网的现代化。我国近年来也在加快推广智能电表的应用，自 2005 年到 2009 年间智能电表一直保持着快速增长。据公司 IPO 说明书披露的资料，2009 年我国电表销售量 1.09 亿台，销售收入 120 亿元，其中智能电表销售收入超过 70 亿。最近几年智能电表的发展数据尚未看到，但从 09 年的销量来看这是个百亿级的市场是毫无疑问的。2013 年公司的电表销售额只有 2700 多万，在公司销售中的占比最低。

需要说明的是，以上的推测都是基于行业相关资料的粗放计算，其目的并不在于精确计量各个产品的市场空间，而是用以定性其增长空间的量级：也就是毛估估是属于接近天花板还是仍有巨大发展空间？目前来看，其符合大行业小公司的特征。

已经拥有 150 多年历史的 Elster 公司也可以给我们带来一些启发。Elster 的营业规模已经达到 18.5 亿，约为 2014 年新天科技 3.8 亿营收的 30 倍（如此大的差距里产品价格是个很重要的因素，据悉 Elster 的智能计量产品价格可达 180 美元一只，比新天的 250 元左右高得多——这也是国外的厂商难以在国内立足的主要原因。同样基于这个原因，未来出口市场也许也是一个具有产业竞争力的方向）。（值得注意的是，Elster 建立了独特的通过做能源管理系统解决方案来销售其智能仪表系统的模式，这种模式显然可以显著提高产品的附加值，并且也有可能建立起区别于单纯产品销售公司的独特竞争优势。在日后的观察中，要注意新天科技有无向着这个模式进化的动向。）

6. 竞争格局及优势

公司各产品的竞争格局如下表所示：

	基本市场格局	主要厂商	新天经营状态
智能水表系统	由于国外企业产品远高于国内公司，并且国外主流的远传技术没有 IC 卡技术更适应国内市场，因此市场被国内企业占领	主要包括深圳华旭（各类计量表产能 150 万只），三川股份（12 年水表收入 2.3 亿，产能 800 万只），湖南威铭，西安旌旗等（其水，电，燃，热各类计量产品的挂表量已经超过 500 万只），新天科技市场占有率 7% 左右，排在国内前三位	根据券商调研报告提供的信息，下游的水务公司共有 2000 多家，公司当前覆盖的只有 200 多家，经营网络还有较大的扩张空间

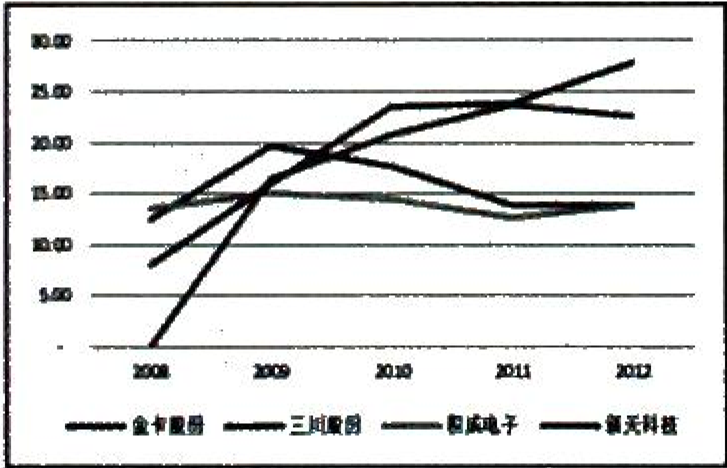
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	基本市场格局	主要厂商	新天经营状态
热量表	热量表同样被国内企业占领，09 年进口产品只占总市场销量的 6.35%，国内热量表生产企业 09 年有 120 多家，其中产量超过 1 万套的不足 15 家	除新天科技外，还有山东荷德鲁奥特，威海天罡仪表，唐山汇中仪表（11 年销量 0.9 亿多，产能 10 万只），江苏迈拓，北京天瑞祥（最主要的竞争对手，专注于热量表，产能 100 万只）等	13 年产能 20 万只左右，处于国内厂商第一梯队，也是国家标准的制定参与者之一
智能燃气表系统	在 2008 年市场前五家公司的市场份额就接近 40%，市场集中度较高	市场龙头为金卡股份（产能超过 300 万只，13 年销售收入 4 个亿），浙江先锋电子（产能 100 万只），浙江威星智能（产能 100 万只），重庆前卫克罗姆和重庆市山城燃气（产能均超过 200 万只）等，上述公司的年产量都远超过新天科技	08 年 –12 年收入复合增速 73%，截止 12 年产量约为 13 万只。自 12 年开始公司组建了专业燃气表销售队伍，正在相继打入主要燃气公司
智能电表系统	市场集中度和成熟度较高，大型企业已经具有明显品牌和口碑优势	江苏林洋电子（电表系统 13 年收入超过 12 亿元），其它在 09 年就达到 10 亿元规模的包括华立仪表集团，浙江正泰仪器仪表	13 年末销售额 2700 万

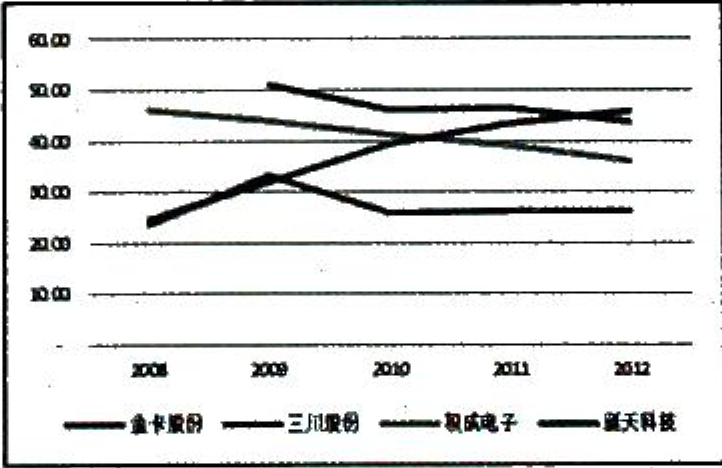
从上表情况来看，公司在智能水表和热量表市场属于第一梯队，产能和技术能力都靠前。在智能燃气表和智能电表市场公司属于追赶者，增速快，但规模相对竞争对手还小很多。值得注意的是，智能电表和智能燃气表市场集中度相对更集中，竞争格局更为稳定。

从同业的毛利率和净利率水平来看新天科技明显领先，当然这里有产品结构差异上的影响。但仅从智能水表这个产品来看，新天科技的毛利率是 45% 而三川股份是 35%。同类产品更高的毛利率显示出其产品的定位更高端，侧面反映出其技术含量相对更高。

公司净利率水平处于行业领先水平



公司毛利率水平处于行业领先水平



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最后，新天科技相比同业还有另外一个特点，它是唯一涉及水，电，燃气和热能四种智能计量系统的公司。当然对这一特点到底能否带来协同优势还很难说，因为这四种系统所面对的客户都截然不同，公司内部也是分为四个独立的的团体在运作。

总得来说从现有资料上看不出新天科技具有什么独特的竞争优势。大多数制造业通常都是这样的情况，特别是在行业分散程度还较高的快速发展初期。以三川股份 800 万只的产能大约也只占到 2015 年预期水表市场需求 9000 万台的 10% 不到，并且整个市场还在持续的增长中，所以现在这个阶段智能计量设备市场可能尚未到刺刀见红的高烈度竞争阶段，竞争优势的重要性尚不及需求的强度和经营效率重要。

7. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

智能计量设备主要解决了以往传统计量设备抄表－计费－收费－催费的低效率管理模式，不但能降低管理费用，而且也减少了漏抄、少抄、误抄等弊病，还可实现对欠费用户的定向控制等管理手段。如果再看得远一些的话，整个社会的能源精细化管理也对计量设备提出了更高的要求，比如对热能、水和电能、燃气按照使用量分档次收费、或者管理部分根据各个管线的实时耗用情况来动态调配资源等，这些都需要管线中各个节点的智能计量设备进行精细采集，并且通过后端的专业软件系统进行大数据搜集、整理、分析等工作。

所以这个产业的发展可以说是与社会管理模式的精细化进程直接相关的，这其中城镇化的不断提升是基础，基于能源利用效率提升的精细化管理是主要驱动。智能计量设备的下游消费方主要是自来水公司、供热公司、燃气公司、电力公司、房地产公司和物业公司、大型工矿企业及学校单位等，城镇化的建设显然将不断扩张这些下游客户的数量。智能计量设备的重要性主要体现在对相关能源的精细化、高效率管理上，所以类似“智慧城市”，“阶梯水电价政策”“物联网”和“节能”等领域的各项政策推进，将明显促进智能计量设备的发展。

比如 2012 年 11 月，住建部办公厅下发的《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》中，就在“智慧能源”指标中明确提出“智能表具安装”的要求。另外，在“节水应用”、“燃气系统”、“供热系统”和“智慧支付”指标中，智能计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量仪表系统都是不可或缺的部分。而 13 年 5 月国务院发布的《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作意见》中，要求建立居民生活用水，用电，用气的阶梯价格制度。目前已经有 80 城市在实行阶梯水价，阶梯气价的改革也在河南、四川等多个省份展开了推广。

显然从城镇化和能源精细化管理这两个最基本驱动力来看，未来中国社会的发展方向是能构成长期的驱动的。城镇化比例（基本上每年 1 个百分点）的提升是带来相关计量设备需求总量的增长，能源精细化管理的倾向提升则是促进智能化计量系统在总量应用中的比重——据券商的行业调研报告披露，目前欧洲的智能仪表渗透率约为 30-40%，欧盟要求在 2015 年将此比例提升到 50%。我想这也大概率的会是我国的发展方向。

我们从上面新天科技的产品结构和市场竞争格局情况，可以大致推断其未来 2 年业绩的增长动力中最决定性的还是智能水表（占比 53%），智能水表市场本身是四个计量产品中较大的，并且新天科技本身又处于前三名的前列位置，同时智能水表在传统水表中的渗透率又还很低，(这几个因素决定了市场需求状况在未来是较为旺盛的、那么为什么近 2 年新天科技的营收却如此疲软呢？其实关键的问题就是新天科技的产能早已达到极限，新增产能迟迟未投产释放)（在后面“产能及外延端”会详细分析）。

热量表收入占总营收比重排名第二（23%），热量表市场分散度很高，全国 120 多家厂商中产量超过 1 万套的不足 15 家，新天科技当前产量 20 万套也处于第一集团军之类。智能燃气表系统当前占业务比重接近 12%，属于这一市场的新进入者。公司目前已经与各大燃气公司建立了合作关系，2014 公司的燃气表已经逐步进入各大燃气集团（2014 年燃气表业务收入有所下滑，据公司介绍是因为主动放弃了低价格和赊账类的订单），但后续优质客户的放量需要一定过程，因为需要产品先挂网试用。智能电表由于量还很小，短期对业绩的贡献有限。

以上是短期 1-2 年在财务贡献上可以看到的业务。但除此以外，新天科技还在布局一些新业务，虽然短期这些新业务的财务贡献可能有限，但却可能不断扩展新天科技商业价值的外延。目前比较值得注意的有：

智慧水务管理系统：针对供水管理需求，通过数采仪，无限网络，水质，水压，水量等在线监测设备实时感知城市供水系统运行状态，帮助自来水公司提高供水收益率并提升对供水系统的掌控和分析能力。目前这一系统已经研发完成，15 年起将开始推广。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智慧农业节水系统：我国用水中 70% 是农业用水，而农业用水中 90% 是灌溉用水，在灌溉用水中真正被农作物用到的水不足 30%。也就是说我国用水总量中有接近 45% 被在灌溉阶段被浪费了，这对于我国这种水资源严重匮乏的国家来说是严重威胁。我国灌溉用水的有效利用率只有 30-40%，而世界发达国家可达 70-90%。智慧农业节水系统主要包括农田太阳能节水灌溉系统、泵房自动化控制系统、农田自动化施肥喷药系统、气象监测系统、GIS 地图信息化管理系统等。系统可根据地区、季节和植物生长周期，进行自动灌溉和浇地，使灌溉水利用系数由原来的 40% 提高到 85% 以上，同时节约传统灌溉的人力支出。

除此以外公司还在研发其它一些相关系统，具体可查阅公司年报中“研发进展”的介绍。

从周期的视角来看，智能计量系统的外部需求环境处于长期的膨胀扩张期，而从新天科技内部的产品周期来看也依然有较多的相关业务可以推广。

2）成本费用端

公司的成本费用端目前看不到很大的下降余地。特别是结合其较多的新产品未来依然处于推广期间这个大背景，其费用可能仍然将保持稳中有升的趋势，特别是销售费用率。但毛利率倒是有一定的提升余地。这是因为公司的综合毛利率目前只有 45.2%，而热量表和智能电表系统的毛利率都在 50% 左右，热量表的占比较高且增速也很好，因此高毛利产品占比的进一步增加将能提升公司的综合毛利率。但总得来看新天科技的成本费用端并不是主要看点。

8. 产能及外延端

在最前面数据分析的时候我们就曾提出一个疑问：为什么近年来的营收状况很萎靡呢？后续我们先研究了智能计量系统的产业情况，发现市场空间广阔，并且需求的硬度也很高。从市场竞争格局来看，目前较为分散，新天科技的头顶上也没有一个产业的垄断强者在压制。那么为什么这么好的环境却带不来营收的优异增长呢？答案就在产能限制。

近 2 年来公司的智能水表收入增速一直不高，在年报中公司给出的原因主要在产能受限，而产能受限主要是因为募集资金和追加资金投资的扩建项目迟迟未能完工。见下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承诺投资项目和超募资金投向	是否已变更项目(含部分变更)	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	截止报告期末累计实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
承诺投资项目											
民用智能计量仪表扩建项目	是	14,000	24,500	2,283.15	12,714.52	51.90%	2014年09月30日	0	0	否	否

但看到这里我们肯定会有另一个疑问：从前面公司的数据来看，公司其实属于比较典型的轻资产类别的生意。常识来看轻资产企业的产能扩张应该是非常迅速的，为什么新天科技的产能却迟迟建不好呢？老样子，有问题，找年报。

经过查询公司年报，我们可以看到“民用智能计量仪表扩建项目”在2012年进行过一次项目变更，主要是追加了投资1.05亿元，追加后项目总投资额增加到了2.45亿。除此之外还对技术研究中心项目也追加投资了3500万。公司解释由于建设内容增加，因此，项目的建设完成时间被调整推迟到了2014年5月31日。这是第一个原因。

但到了2014年末，公司的扩建项目依然只完成了50%（13年年末的年报披露当时完成了42.58%），也就是说14年全年这个项目的完成度只提高了7个百分点不到。这又是为什么呢？根据公司解释有两个原因：

①公司现有地块未来将被政府收购，新扩建项目厂区是现有厂区面积的6倍，公司计划将现有产能整体搬迁到新厂区。而第四季度处于销售旺季，为了不影响交付产品，公司只先将智能电表生产线搬迁到了新厂区，其它产品还需要未来逐步搬迁，因此进度延后。

②由于人力成本上升趋势明显，公司募投的项目拟增加自动化程度较高的一系列设备，这需要的准备时间较长。因此目前只有部分设备到位，其它将陆续到位。

由于上述两个原因，2015年第一季度开始将只有智能电表系统可以释放产能，其它系统将陆续投放产能。

也许这就是好事多磨吧，总之新天科技的产能扩张一直被拖延到了现在。那么产能完全投入后，对公司的业绩有多大的拉动弹性呢？根据公司募投项目的计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划，扩建项目完全投产后将新增产能350万只，较2013年的产能增长超过3倍。其中智能水表200万只，热量表100万只，燃气表30万只，电表20万只。

显然这么大的量对于业绩的拉动弹性将是非常大的——当然前提是确保销售通畅。而我们又看到，与产能大扩张相配合，公司的营销服务体系建设项目也在一并实施中，见下表。产能与营销服务体系全面性的升级，是新天科技最大的看点之一。短期对于2015年来说具体业绩弹性能有多大，依然取决于公司的产能建设落实的进度。

超募资金投向											
营销服务体系建设项目	是	4,524	4,524	20.38	1,441.29	31.86%	2016年01月18日	0	0	项目建设可加强公司销售和客户服务能力，提升公司品牌影响力	否

除此之外，公司的资产负债表非常优异，账面上现金有4.7个亿，占流动资产的70%，没有任何有息负债，经营性现金流也非常好。公司提出“用科技实现能源计量与管理的智能化，促进能源节约，创造轻松生活”的愿景，以“成为世界只能表行业的领导者”为目标。结合行业发展空间较大且较为分散、公司有成为行业领军者的志愿，并且现金非常充裕三个方面的条件来看，公司也具有通过收购兼并和对外投资等手段实现外延式增长的可能性，特别是基于智能计量技术的物联网方面的动作，值得紧密关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年末		2013 年末	
	金额	占总资产比例	金额	占总资产比例
货币资金	469,556,641.18	48.67%	419,764,923.38	49.76%
应收账款	102,197,388.88	10.59%	81,103,810.71	9.61%
存货	36,871,512.22	3.82%	54,421,132.82	6.45%
投资性房地产	6,418,890.26	0.67%		0.00%
长期股权投资		0.00%		0.00%
固定资产	186,490,152.00	19.33%	43,004,702.51	5.10%
在建工程	40,826,735.76	4.23%	122,026,291.86	14.46%

三、主要风险

1. 市场竞争加剧的风险

智能计量系统的毛利率高达 50%，净利润率高达 30%，行业的发展前景看好，并且在几个细分行业中尚未出现技术、规模、品牌全面胜出的霸主，这种市场格局下既有可能引发行业内争夺主导权的竞争，也有可能引来外部新的竞争者。(对于外部竞争，智能计量行业并非简单的机械制造，而是基于计算机软件技术，并且也有一系列计量仪器的制造窍门等，还是具有一定壁垒的，目前感觉尚不是主要危险。行业内的竞争烈度提高则是完全有可能的，这可能会影响到业务的毛利率等盈利指标。新天科技能否抓住这几年机会，一方面在规模上尽快超越对手，另一方面通过新技术特别是基于数据分析和解决方案等模式加强业务的客户粘性，从品牌和技术上摆脱对手，是最值得关注的。)

2. 产能扩建缓慢或者产能难以消化

产能是新天科技短中期最重要的变量因素，因此它肯定也是主要的风险之一。不过从现有情况来看，产能在 2015 年应该是能得到较大的释放的，即便 2015 年无法完全建设完毕，在未来 2 年实现完全满产应该是高概率的。这时主要的压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会转移到销售端，考虑到营销服务体系的建设节奏与产能比较配合，同时外部的整体需求环境长期向好，市场竞争格局似乎也看不到有大的变化，因此可以对其产能的消化比较乐观。

四、其它重要问题

1. 为何净利率如此高?

这是我们一开始就提出的问题。随着对其业务不断的了解，我们目前已经大致理解:(因为智能计量仪器设备并不是简单的机械制造产品，其系统除了硬件设备外还有相当程度的软件控制系统。)这点可以从公司所拥有的软件著作权数量和每年增值税退税看到。

报告期内，公司不断加强自主研发和知识产权的管理工作，截至2013年12月31日，公司及子公司共取得专利169项，其中发明专利11项，实用新型专利117项，外观设计专利41项。2013年新增专利40项，其中发明专利3项，实用新型专利23项，外观设计专利14项。公司及子公司共取得计算机软件著作权127项，2013年新增22项计算机软件著作权，具体说明如下：

智能计量最关键的是“智能”两个字，智能计量系统并不是简单的机械仪器的组合、而是通过自主研发的专业软件系统来实现设备的控制，并且还可以延伸到后台更多的数据处理和分析。所以某种程度上而言，新天科技是一个“软件”公司，这可能也是智能计量行业的一个主要壁垒所在。

近三年公司研发投入金额及占营业收入的比例

	2014 年	2013 年	2012 年
研发投入金额（元）	15,286,593.51	14,703,938.33	11,378,085.65
研发投入占营业收入比例	4.02%	4.49%	3.90%
研发支出资本化的金额（元）	0.00	0.00	0.00
资本化研发支出占研发投入的比例	0.00%	0.00%	0.00%
资本化研发支出占当期净利润的比重	0.00%	0.00%	0.00%

2. 市场是否具有区域封闭性?

提出这个问题主要是新天科技的下游客户主要是燃气公司、自来水公司、电力公司等等机构，这些机构往往具有较强的地方行政色彩。智能计量系统虽然具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一定的技术和专业壁垒，但从资料来看参与的公司还是不少的。那么是否存在地方保护主义？当地的管理机构是否会倾向于选择本地公司或者以非商业性因素来选择公司？当然，这个问题主要是我目前的一个联想，并无可靠依据，也尚未有机会就此与公司交流得到答复，因此在未来可能需要对它感兴趣的朋友进一步的了解。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

水表电表等计量仪器是国计民生中最基础的应用设备，其应用价值不是阶段性的而是趋于永恒。国际计量龙头长达 150 多年的营业记录也昭示了这个行业可能产生非常持久的生命力。

智能计量系统是未来社会发展的主流，它在城镇化和能源管理精细化两大驱动力下拥有可观的发展空间。而公司当前的营业规模只有 4 个亿不到，无论是对比国际龙头企业还是考虑其产业的整体市场容量，都属于典型的“大行业，小公司”特征。

智能计量系统市场暂无垄断性寡头，国内市场由于价格和技术特征等因素国外企业天然难以进入，因此在这个行业内将主要是国内企业的竞争。目前整个市场的竞争格局还不稳定，优秀的公司将有胜出并收获市场更大份额的可能性。

新天科技的产品布局较好，拥有智能计量系统最全的产品线。产品的盈利能力非常优秀，生意特征很好，并且在未来 2 年将迎来产能增长 3 倍的大释放，预期的业绩弹性突出。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	典型的大行业小公司，在城镇化和能源精细化管理双重驱动下，具有广阔和长远的发展空间
扩张的边际成本，轻资产	是，典型的轻资产型公司
高客户粘度	较好，虽然目前尚不能确定，但智能计量系统一方面容不得出错，另一方面又结合了较多的后台数据分析等差异化服务，因此有可能建立较好的客户粘性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



评估项目	基本评估
弱周期性	较好，下游有一定的房地产客户，但主要还是燃气公司，水务公司等行业管理机构客户。虽然城镇化投资建设与宏观经济联系紧密，但目前公司体量尚小，应该不会对此太敏感。2012 年经济低迷期间公司的增长却很好（营业收入增长 23.59%，扣非后的净利润增长 51.63%）也是侧面的证明。
强竞争优势	一般，在智能水表和热量表属于第一阵营，但尚难言已经拥有明显超越竞争对手的综合实力
管理层和治理	尚未建立股权激励等激励体系，公司治理未发现重大问题
R 特征	R<R'（指未来 ROE，后同），从历史来看公司的 ROE 曾高达 40% 以上，而 2014 年才 14% 不到。逻辑推理，公司的净利润率非常高（28%）并且保持的可能性较高。同时期产品面向的是大市场，而公司本身又是轻资产，如果产能利用率提升，其总资产周转率完全有可能达到 1，仅这两项相乘就能达到 30% 左右。目前公司的负债率很低，未来有适当加杠杆的可能，因此可以认为其未来 ROE 高点应远高于目前水平
N 特征	N 较长，从产业特征看水表，燃气表等计量设备的需求几乎永恒，而智能计量系统对传统仪器的替代进程也才刚刚开始。公司在行业中拥有较好的竞争位置，行业具有专业机械和软件服务结合的壁垒，也不太容易被突然的技术革新颠覆，因此预期其扩张的持续期将较长
g 特征	公司分红率较低（近年在净利润的 20% 左右），属于轻资产类别并且短期无再融资需求（产能扩张刚完成，财务状况极佳），净资产增长低于净利润增幅
总结	典型的大行业小公司，产业长期前景看好，公司虽然尚无突出的竞争优势但产品布局完善，一直困扰公司的产能不足问题即将解决，短期业绩弹性突出，长期市场份额有较大提升余地

3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	价值创造初期，业务扩展的空间还很大，总资产周转率有很大提升空间
	生意特征是否符合 DCF 三要素	符合，市场需求恒固，业务创造现金的能力较强，不易被颠覆，但尚缺乏突出的竞争优势
	盈利的确定性	较高，下游市场需求稳定，市场较为分散，竞争烈度不算很高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溢价折价定性	应享有一定溢价			
市场参照体系	年末收盘价虽然带有一定偶然性，不如年度最高最低价对应的估值区间显示，但过去几年比较特殊，正好是市场大起大落的几年。并且到年末对于当年公司的业绩往往已经高度确定，这时的对应估值其实更与业绩相关而少了年中很多博弈的成分。从下表可见，新天科技的溢价在不断提升，11 和 12 年创业板熊市的估值可认为是底部区间，而 13 和 14 年代表了市场在较为乐观区间（不算牛市疯狂期间）愿意给予的估值中枢。			
	2011	2012	2013	2014
年收盘价（不复权，后同）	17.2 元	12.65 元	18.4 元	12.85
市盈率	19	23.4	31	33.8
市净率	2.31	3.05	6.25	4.37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章　南方泵业案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况

基本情况	简单介绍
公司业务范围	南方泵业创建于 1991 年，2010 年 12 月上市。公司是全国最早研发并规模化生产不锈钢冲压离心泵的企业，也是国内目前该领域产销量最大的企业。
业务结构	截止 2013 年末，公司的不锈钢离心泵 CDL 和 CHL 系列占公司业务比例的 60%，成套变频供水设备占收入 11%，TD 管道循环泵占 10.5%。截止 14 年末公司已经在污水泵，水利泵，海水淡化泵等细分市场开展了新业务。
上下游及销售模式	公司的销售模式为直销，截至 2013 年底公司已经有营销网点 70 多个，销售人员 871 人，网络覆盖了全国城镇市场。上游主要为电机、铸件，不锈钢等原材料，下游以各类建筑，石化，医院，水利等为主。
实际控制人	沈金浩，持股比例 37.3%
机构持股占比	截至 2014 年底机构持股占流动股比例 9.23%（最高时 36%）
近年分红增发情况	2010 年 12 月上市，之后未增发。2011——2013 年现金分红占当年净利润的比例为 22.2%，17.87%，18.24%。

2. 基本生意特性

	2014 年 3 季度	2013	2012	2011	2010
营业收入增速	10.86 亿 +18%	13.44 亿 +28.19%	10.48 亿 +21.24%	8.65 亿 +36%	6.35 亿 +60.14%
应收账款占收入比		1.57，占 11.68%	0.98，占 9.35%	1.08，占 12.48%	0.49，占 7.7%
净利润增速	+25.57%	+31.84%	+21.77%	+43.35%	+50.12%
毛利率	37.75%	37.68%	36.1%	35.96%	31.16%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年 3 季度	2013	2012	2011	2010
三项费用率 销售费用 管理费用 财务费用	22.62% 12.33% 10.79% -0.5	22.89% 12.34% 11% -0.5%	20.89% 11.88% 10.3% -1.3%	20.3% 12.25% 9.36% -1.3%	18.35% 9.13% 8.66% 0.5%
Roe 销售净利率 资产周转率 资产负债率	10.22% 12.54% 0.58 24.73%	13.41% 12.05% 0.82 25%	11.49% 11.72% 0.76 21.83%	10.3% 11.67% 0.72 20.26%	7.43% 11.07% 0.9 16.58%
固定资产比重		21.93%	18.29%	14.6%	11%
净运营费用		0.64 亿	0.55 亿		
存货 / 流动资产		25.15%	20%	16.28%	11.51%
经营性现金流 / 净利润比率		1.17	1.38	1.09	1.42

★过去几年的业绩很好，除了净利润稳定中高速增长，收入的增长也相当不错。特别是在宏观环境很恶劣的 2012 年（包括 2014 年）都有不俗的表现。公司的各项经营数据都比较健康，经营性现金流始终高于同期净利润额，资产负债率也不高，体现出较为稳健的经营作风。

★毛利率是公司最为重要的指标之一，原因是一方面营业成本占营业收入比重最大，营业成本的波动非同小可（但公司披露其可根据原材料调整产品售价，需要关注，如果有调研机会应该就此专门向管理层确认）。另外，公司定位于高端水泵，毛利率是其竞争能力的最直接体现，出现明显下滑需要警惕其产品的市场竞争力下降。

★过去几年销售净利润率持续提升，其中最大的推动力来自毛利率的大幅上升。同期费用率也有所上升，因此净利润的上升幅度明显小于毛利率提升幅度。由于新型水泵在市场中的占比还比较小，业务处于扩张初期，这一经营阶段内费用率的合理上升是正常的。

★净资产收益率预计 2014 年达到 15% 左右，但结合其业务发展的态势（后详）来看，当前其产能并未实现完全运转，特别是投资的下属子公司的新业务也尚未大规模展开，因此总资产周转率在未来应该有明显的提升空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

泵是输送液体的通用类机械产品，一般可分为水泵、油泵、泥浆泵等，南方泵业是专注于水泵的专业制造商。水泵的应用领域分为城市供水、污水、建筑、石油化工等等，从这些下游的投资额来划分的话，城市供水、水利、建筑、房地产是主要的应用市场，需求的占比超过 50%。

各种类型的水泵



资料来源：信达证券研发中心修理

泵的下游需求分布



资料来源：《泵信息》，信达证券研发中心

据行业资料统计，2013 年我国各类泵的总产量超过 9000 万台，根据公司在调研记录中的披露的数据，2014 年泵行业的市场规模达到 2000 多个亿。从水泵产销量来看 2012 年我国水泵协会 166 家企业的总销量为 1375 万台，小幅下降 5%，收入 425 亿元同比增长 1%（与之对比，2012 年南方泵业的营业收入增长 21.28%，净利润增长 21.77%）。

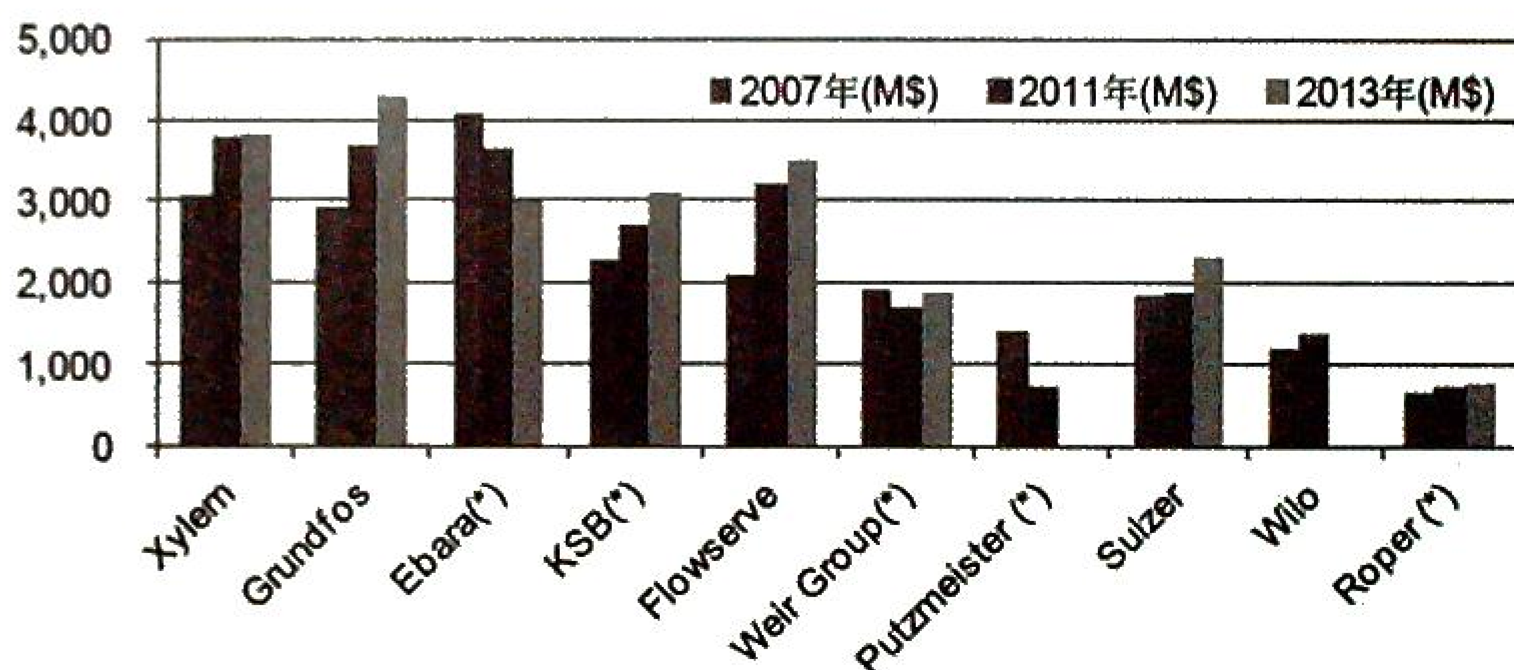
根据最新的业绩快报，2014 年南方泵业的收入规模为 16 亿人民币，相对全球最大的水泵企业丹麦格兰富 250 亿元人民币的规模只有其 15 分之一。此外，我国的水泵行业目前集中度很低，规模以上的泵生产企业有 1321 家但绝大多数规模很小。根据中国通用机械工业协会泵业分会的统计，2012 年前 10 名企业的总收入为 154 亿元，占 166 家会员企业收入总量的 36.24%。但从全球泵行业的格局来看其集中度却比较高。2013 年全球泵市场规模为 360 亿美元，丹麦格兰富、日本荏原、美国 ITT、德国威乐和德国 KSB 五个巨头的收入总和就超过了 138 亿美元，占全球市场份额的 38% 多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（可见发达国家泵市场的集中度是很高的，由此可以推测：泵行业最终是可能形成较高的门槛的，那么这个门槛来自哪里呢？首先泵本身属于比较标准化的产品，从其经营数据也可以看到属于比较典型的低利润率高周转率生意，因此规模效益可能是一个方面。另外泵的种类繁多，一个高市场占有率的公司必然要求具有宽阔的产品线。但泵的市场占有率最终虽然体现为规模，就目前阶段来看更重要的可能还是中高端的竞争能力。这一方面是因为国内低端泵生产商太多，竞争激烈，就算再高的规模也是高度同质化的，难以盈利。另一方面据公司调研记录中的介绍，目前国内的高端泵中还有 50% 需要进口，可见这一层次的市场既有利可图也有相当好的进口替代潜力。

另外一个值得注意的地方是，即便是在 GDP 已经低速增长的发达国家，泵产品龙头的营业收入依然在增长。根据公司现场调研的记录，管理层曾经透露对国外泵企业有过并购的想法，但一些关注的海外公司估值也有 25–30PE 因此未能行动。这从侧面似乎也说明水处理设备类的公司即便在发达国家也依然是作为一个前景较好的行业看待的（作为普通的机械设备制造商，如果又是接近业务的成熟期，是很难获得这样高的估值的）。）

全球领先泵企的销售收入（百万美元）



从南方泵业的主业范围来看，其水泵产品的分类较为专业复杂，按照制造工艺可以分为不锈钢泵和铸铁泵，其中不锈钢泵是其核心产品。相对于传统铸铁泵，不锈钢冲压焊接泵具有高效节能、安全卫生、低噪环保、使用寿命长等优点，但价格较高（相比传统铸铁泵一般高 20–30%），不锈钢泵目前的市场空间在 50 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右，它对于一些水质要求较高的领域使用需求很广泛，比如中高端小区和商业机构的楼宇供水，工业清洗，制药及食品等领域。南方泵业作为不锈钢泵领域的龙头和主要定位于中高端产品的高品质特点，有望从这一进程中受益。

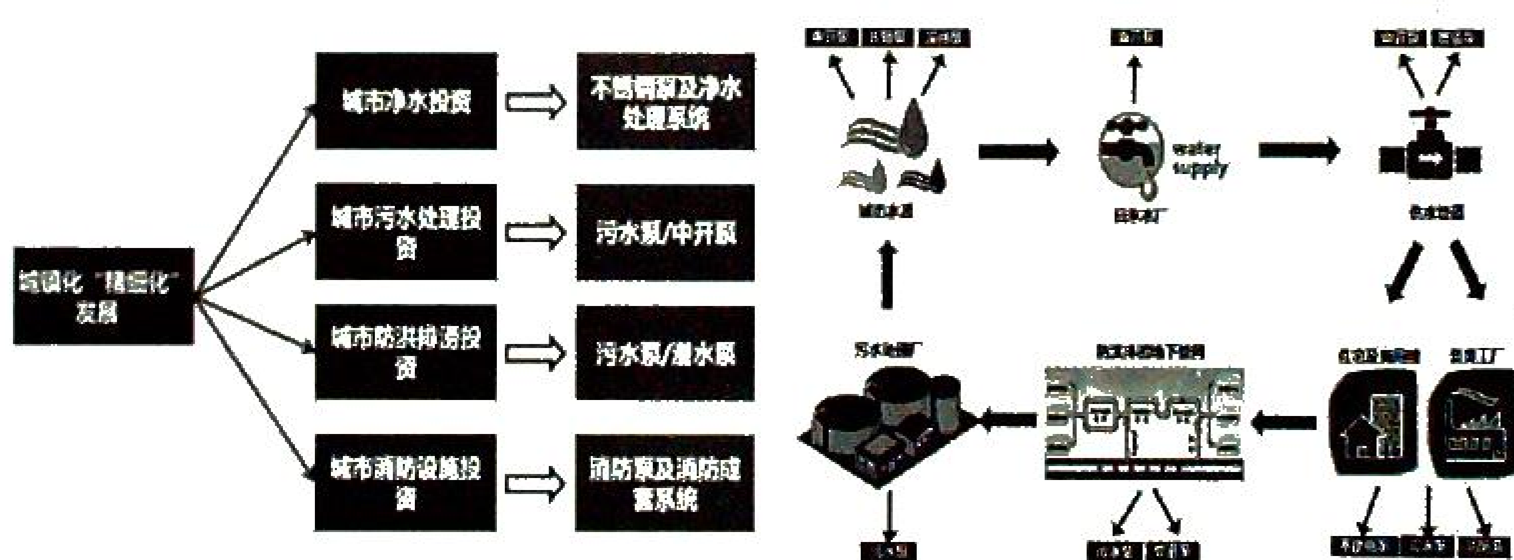
这里我们可以看到，对水质要求的提高是推动新型水泵对老产品替代的一个重要推动。不好的消息是我们并不知道这种政策性的推动会在什么时候以何种方式出现，但对于中国这样一个水资源整体匮乏并且水质越来越恶化的国家来说，对水资源相关领域投资力度的加大是一个可能性极高的选项，水市场作为一个长期的主题而言目前可能只是在初级阶段。

定性来看，水泵既是一个绝对规模不小并且未来将继续膨胀的市场，又是一个存在产品结构化更新的市场，还是一个有可能从极度分散走向相对集中的市场，这三个因素环环相扣，构成了水泵市场的一个整体基本面。从个体来看，南方泵业有两点值得注意：

第一，南方泵业定位于水泵市场的高端产品，这与水泵市场面临进口替代＋传统铸铁泵替代的“双替代”格局高度吻合。并且前面也分析了，高端产品更容易在规模增长的同时有较好盈利。

第二，南方泵业的业务布局非常的好（这点后面还会详细分析），它通过自我研发、合资以及商务合作等多种途径，已经在城市净水、污水处理、防洪排涝、海水淡化、消防等各个潜力业务线上进行了布局，这也符合前面分析的“未来的高市场占有率应该以具有宽阔的产品线为基础”这一判断。由于这些细分市场尚在发展初期，其最终的市场容量有多大还难以准确估计。但从券商的一些研究报告来看，仅仅是污水泵和水利泵这两个细分市场就都是百亿级别的，并且目前大部分需求还在靠进口满足。

城镇化“精细化”发展是城市用泵最大驱动力　图2：城市用泵细分领域众多



资料来源：长江证券研究部　资料来源：长江证券研究部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，在公司的调研中曾介绍泵的更新周期在5-7年左右（个人估计实际更换周期要比这长得多），其中易损件的更换频率更高。公司介绍一般业主倾向于选择原供应商做相关的售后服务和更换，因此庞大的存量在未来是一个不可低估的潜在市场，这显然更有利于规模和市场占有率领先的厂商强者恒强。

2. 竞争格局及优势

泵属于通用机械设备，南方泵业的水泵业务应该属于一般机械制造业。行业特性上，水泵中的高端产品具有较高的技术含量（目前50%还需要进口），但总体上水泵属于标准化程度较高的设备，客户化定制及附加值不高。这一点决定了泵制造商属于典型的低利润率高周转率类别的生意。在这一行业目前看不到什么特许经营权，行业格局非常分散。下表是截至2012年我国泵企业规模居前者的一个排名：

2012 年我国前 20 名泵企业（不含外企）

公司名称	主营业务收入（万元）	主营业务收入排名	利润总额（万元）	利润总额排名
上海凯泉泵业(集团)有限公司	285729	1	23 549	1
上海东方泵业(集团)有限公司	216056	2	18 272	3
上海熊猫机械(集团)有限公司	194728	3	23 214	2
上海连成集团有限公司	180391	4	14 812	6
丰球集团有限公司	140740	5	15 461	5
上海凯士比泵有限公司	110573	6	-	-
浙江利欧股份有限公司	109118	7	8 439	10
上海电力修造总厂有限公司	107464	8	-	-
安徽三联泵业股份有限公司	99313	9	12 058	7
南方泵业股份有限公司	96985	10	15 730	4
新界泵业集团股份有限公司	93613	11	10 820	8
广东省佛山水泵厂有限公司	89657	12	7 596	11
山东硕博泵业有限公司	88003	13	5 354	19
大耐泵业有限公司	71030	14	7 313	12
沈鼓集团核电泵业有限公司	68207	15	-	-

从这个表来看，规模上而言南方泵业还算不上最靠前的第一集团（后续2013年营业额已经达到13.2亿多，2014年达到16亿），但可以注意到从利润率来看它达到了16.2%(实际上2012年净利润率是11.7%,税前利润是14.5%左右。这里可能是统计口径上的差别），而规模前三名的利润率分别为8.22%，7.5%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

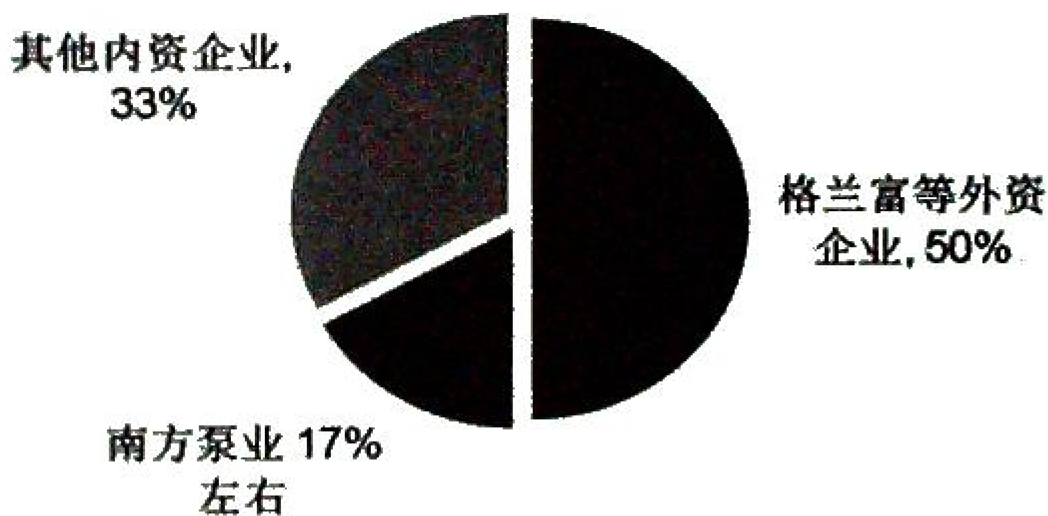
11.91%。作为制造业来说，同一行业的利润率相差 50% 多是很惊人的差别了。这种差别从何而来呢？主要缘于南方泵业的产品全部定位于高端，而规模更大厂商只停留在低端产品上。如果仅仅看不锈钢泵的市场占有率，那么南方泵业则具有明显的优势。据统计，从多级离心泵的销量来说公司在泵业分会（166 家会员）中的产销量占比超过 55%，在国内的不锈钢冲压泵市场的份额超过 20%。

公司多级离心泵产销量（万台）

	产量	销量	协会会员总产量	协会会员总销量	公司产量占比	公司销量占比
2007 年	18.30	18.32	43.05	41.03	42.50%	44.64%
2008 年	19.80	18.75	40.01	39.02	49.49%	48.05%
2009 年	20.55	19.88	62.95	60.70	32.64%	32.75%
2010 年	29.42	28.80	74.90	73.39	39.28%	39.24%
2011 年	34.68	34.10	66.80	65.65	51.92%	51.95%
2012 年	35.51	34.84	64.15	62.94	55.35%	55.36%

资料来源：中国通用机械工业年鉴，信达证券研发中心

我国不锈钢泵的市场份额格局



数据来源：公司招股书（根据产品变化修正），广发证券发展研究中心

另外据公司在调研中透露，公司的不锈钢泵不但销量远远高于同行，并且泵的价格也比同行高 10–15%，并且产能还偏紧，这也与其利润率上明显的优势相吻合。又如公司下属子公司的长河中开泵，据公司介绍目前国内市场上 80% 的中开泵都需要进口。在海水淡化高压泵市场上，有券商研究报告披露南方泵业也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是国内唯一可以生产的厂商。

所以在产品上，南方泵业主要的竞争对手其实是国外厂商。仅这一点来看，南方泵业已经明显区别于其他国内泵厂商而显示出独特的一面。

全球规模领先的泵制造企业

公司	概况	2013年总销售额（亿美元）	2013年在华销售额（亿元）
丹麦格兰富（Grundfos）	世界上最大的不锈钢冲压焊接离心泵生产厂家，在中国无锡、上海和青岛设立了生产厂和物流中心，中国市场被其称为“第二本土市场”。	41.72	22.66
德国威乐（WILO）	泵和泵系统的主要制造商之一，主要运用于供热、冷却和空调技术以及供水和污水处理。	16.95	9.94
	2000年，在北京建立了工厂。		
日本荏原（Ebara）	离心泵理论的奠基者，世界最大的泵生产商之一，1992年开始在意大利设厂生产不锈钢冲压焊接离心泵，目前在中国北京、西安、烟台、青岛等地投资建厂。	45.33	76.22（中、韩、台湾）
美国 Xylem	2011年从ITT集团剥离，拥有世界知名行业领导品牌的水技术解决方案和产品，在沈阳、南京、无锡有投资设厂。	30.54	4.69（亚太）
德国 KSB	世界著名的现代化的制造泵和阀门的大公司，业务领域包括建筑服务、工业和公用供水事业、能源部门及采矿，KSB在中国已经拥有4家分公司。	19.90	

从对国外泵龙头企业的在华销售统计来看，这些海外龙头在国内的销售规模也相当大了，并且纷纷在国内建立了生产厂房。这倒是可以看出来，高端产品是不缺需求的。相比国外厂商，公司的优势主要在于性价比，在规格功能相当的基础上其产品售价只有国外产品的 60–70%。如果我们以一定的高度观察中国的制造业，会发现进口替代是我国制造业成长的一个核心主题，在制造业的各个领域从低端到高端都在发生进口替代的故事，我想泵行业应该不是例外。

另外南方泵业的销售模式是直销，这与很多厂商的代理模式形成了差异化（据公司介绍一些同行虽然也做直销，但管理普遍粗放）。直销模式虽然费用较高，但对于高端产品的较高毛利来说这部分费用是可以承担的（而且即便费用率高些，最终的利润率依然远高于低端产品），而且直销和便捷的售后服务网络，既有助于高端泵的推广和需求开发，也有利于客户满意度的提高，并进而提升其综合的市场竞争力。据公司年报披露，截至 2013 年底公司已经有营销网点 70 多个，销售人员 871 人，网络覆盖了全国城镇市场。

南方泵业除了楼宇供水用泵类外，在水利泵、工业污水泵、海水淡化泵、消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



防泵等重要领域的积极布局也相当有前瞻性，并且合作的档次也很高。南方泵业似乎正在致力于成为一个综合性的、定位和专注于中高端水处理设备的制造商甚至是整体方案提供商，如果这一战略成功的话，那么无疑将明显提升其商业价值。

但是总的来说，以上这些优势并非牢靠不可攻破。泵行业毕竟是一个标准化程度较高的机械设备制造业，很难存在高度的差异化。南泵目前在营业规模上也远没有将对手远远甩开，在技术和产品档次上虽然有明显优势，但技术性的优势并不牢靠。从下图来看，研发投入也并不占公司收入很高的比重。

近三年公司研发投入金额及占营业收入的比例

	2013 年	2012 年	2011 年
研发投入金额（元）	43,819,737.07	35,171,461.38	28,224,418.06
研发投入占营业收入比例（%）	3.26%	3.35%	3.26%
研发支出资本化的金额（元）	0.00	0.00	0.00
资本化研发支出占研发投入的比例（%）	0%	0%	0%
资本化研发支出占当期净利润的比重（%）	0%	0%	0%

研发投入资本化率大幅变动的原因及其合理性说明

因此南方泵业的优势主要还是高效经营，是其管理团队对高端市场机会的准确判断，较好的技术研发实力，以及健全的市场渠道的综合结果。但另一方面来看，毕竟这个行业并非是一个你死我活的萎缩的市场，市场前景良好，行业格局分散，产品结构矛盾突出，因此在这样的格局里只要能保持先人一步，并且利用这种先发优势越跑越快，就有可能在未来某一天实现从领先的量变到质变的转换。

在后续的经营观测中，营业收入和毛利率都是核心的指标。前者反映其进口替代和需求开发的能力，后者反映高端不锈钢水泵市场的竞争烈度变化和其定价权是否得以保持（公司目前能做到通过提价对原材料成本上涨一定程度的转嫁）。

3. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

市场需求方面来看，近期最引人注目的就是“水十条”即将出台，预计这一政策将推动我国水环境和用水质量的提升。在公司的资料中曾介绍，在一些水质要求较高的领域不锈钢泵的应用更具有吸引力。由此可见水质要求的提升将对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不锈钢泵对传统铸铁泵的替换有推动作用。

市场竞争风险

目前，尽管公司的主导产品不锈钢多级离心泵在水处理及楼宇供水领域较传统泵有明显优势，但由于购置成本相对偏高，且全国各地区经济水平存在差异，用户对水质的要求也不尽相同，因此公司的不锈钢泵在市场上依旧面临传统铸造泵的挑战。同时，随着近年来国内同行业其他企业也逐渐进入不锈钢泵领域，当然，这一进程不会是立竿见影的，不能期望某个政策的出台立刻带来市场需求的猛增，这并不现实。但这一进程的持续期却可能很长，可以认为在相当长的时间内外部政策和需求的演变都将是有利于公司的新型泵产品发展的。

从公司的产品供应段来看，2013 年年报披露的其主要产品及发展情况如下：

	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
分行业						
通用设备制造	1,322,990,883.31	825,603,807.98	37.6%	27.75%	25.46%	1.14%
分产品						
CDL 系列	670,384,153.83	393,438,864.39	41.31%	21.91%	17.79%	2.05%
CHL 系列	130,271,054.52	82,854,970.39	36.4%	13.9%	9.18%	2.75%
SJ 系列	35,417,780.92	21,559,048.04	39.13%	20.25%	18.52%	0.89%
TD 系列	139,808,746.51	103,555,756.93	25.93%	67.5%	54.13%	6.43%
中开泵	58,491,908.40	47,072,003.18	19.52%	131.4%	113.37%	6.8%
ZS 系列	26,553,754.43	16,376,310.84	38.33%	56.79%	43.72%	5.61%
WQ 系列	13,926,481.90	9,001,228.08	35.37%	112.06%	103.82%	2.61%
NISO 系列	10,401,853.75	7,243,696.29	30.36%	82.8%	57.72%	11.07%
成套变频供水设备	146,457,251.76	78,800,819.72	46.2%	17.43%	15.68%	0.81%
其他系列水泵	59,093,579.32	35,684,008.30	39.61%	4.9%	11.78%	-3.72%
零配件系列	32,184,317.98	30,017,101.83	6.73%	40.56%	47.96%	-4.67%
分地区						
国内地区	1,157,896,635.53	703,289,861.81	39.26%	26.22%	25.28%	0.46%
国外地区	165,094,247.78	122,313,946.17	25.91%	39.65%	26.52%	7.68%

上图是 2013 年年报披露的分业务增长情况，最主力的 cdl 系列泵站 2013 年收入的 51%，依然还可以达到 22% 左右的增速，比较稳健。成套变频供水设备毛利率很高，也是第二大子产品。值得注意的是，有 5 个子产品类的收入增速超过了 50%，这 5 个子产品的合计销售收入约为 2.47 亿，占 13 年销售收入的 19% 以上，如果它们的增速未来依然保持类似的高速，则业绩驱动力很可观 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从 2014 年半年报的分业务情况来看，CDL 系列泵依然保持了近 25% 的稳健增速，另外有 4 个产品的增速超过了 30%，且毛利率相比 13 年中都有所上升。全年的情况待年报披露有值得密切关注。

CDL 系列	指	公司不锈钢冲压焊接立式多级离心泵产品系列
CHL 系列	指	公司不锈钢冲压焊接卧式多级离心泵产品系列
SJ 系列	指	公司不锈钢多级深井潜水电泵产品系列
TD 系列	指	公司管道循环泵产品系列
中开泵系列	指	公司中开式离心泵产品系列
ZS 系列	指	公司不锈钢卧式单级离心泵产品系列
WQ 系列	指	公司污水污物潜水电泵产品系列
NISO	指	公司长轴式端吸离心泵产品系列
成套变频供水系列	指	公司成套变频供水设备产品系列

从目前的业务格局来看，CDL 和 CHL 是公司的主力产品（离心泵），占公司业务比例的 60%，并且毛利率较高，所以这部分业务至少在未来 2 年对公司的业绩起到决定性的作用。从上面的行业数据来看，公司的离心泵销量在行业内占据半壁江山以上，并且具有一定的定价权，相比同业遥遥领先。考虑到中高端不锈钢水泵当前的市场占比较小，未来行业发展的政策环境也积极，因此可以合理推测其主力业务有望保持稳健的增长态势。而其他新业务的增速更高，有望对业绩形成一定拉动力。

特别是成套变频供水设备，高达 46% 的毛利率，13 年末已经占到营业收入的 11% 多，2008 年 -2012 年的复合增长率高达 67%。据券商研究资料披露这块业务的市场空间在 330 亿元左右，公司当前只占市场份额的 0.4%。公司在供水设备的核心配件及直销渠道上均有优势，但面临产能瓶颈。(2014 年下半年 2000 套无负压变频供水设备的产能将完成建设，预计 2015 年起有望重新进入中高速增长，这块业务的壮大也将进一步改善公司的综合毛利率。)

除了这个主力业务外，另外几个值得关注的业务是子公司长河泵业的大泵、合资公司鹤见南方的污水处理泵、与霍尼韦尔合作推出的净水系统、与安讯能水务合作进行的海水淡化以及消防泵业务，这几项业务的基本情况如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	业务基本情况	截至 2014 年末的发展情况
湖南长河大泵	南方长河大泵定位于高端（主要产品为中开泵和长轴泵），初期国外外销的比例将大于国内销售（外销的毛利高于内销），之后国内也将重点推广。截止 2013 年底子公司收入 7340 多万，净利润 353 万。2014 年下半年已经满产，目前产能瓶颈突出。据调研资料，十二和十三五期间水利机电设备投资额可望达到 160 多亿，其中水泵占比最大。	南方长河的新厂区将在 2015 年上半年完成搬迁，这将为 2015 年的销售提供弹性。据测算未来长河大泵具有支撑 5 亿元销售规模的能力。目前已有美国航天局项目、伊拉克政府项目及迪拜消防设备公司等标杆项目。
中央净水供水设备	与霍尼韦尔合作推广中央净水设备。目前模式是授权南方泵业使用其品牌，南方负责中国区开发（由于业务的差别，将建立新的渠道而非原来南方的销售网络）和制造，特别值得关注的是它是基于 Niagara 智能平台互联技术的一体化供水及净水设备，能实现智能控制（水质在线监测，远程监控等）。	据公司调研披露的信息，当前处于业务的推广准备阶段，未来这个解决方案将首先面向国内的高端市场（高端酒店、商业楼、住宅等），公司透露的市场空间在 20 亿。未来如果水质提升到类似国外发达地区的直饮入户，市场更是大的无法估计。此供水系统的使用成本预计比传统供水贵 5–10%，主要的成本是换滤膜。
鹤见南方污水处理泵	与日本鹤见制作所（全球污水泵行业冠军）合资，南方泵业持股占比 51%。2013 年末已实现收入 1.13 亿，净利润 588 万元。据公司调研中介绍，污水处理时长很大，仅浙江就规划投入 3000 亿，污水泵在其中的份额十分可观。	公司调研中曾表示正在研发更高级的污水泵，但由于日本合作方对于实验要求极为苛刻（研发出来后必须观测 1 年才能投入市场），因此在产品推出的进度上慢于预期。目前处于市场有订单但供货跟不上的状态，但目前情况已经有所改观。
海水淡化泵	与西班牙最大、全球前三的安讯能水务合作，成为其在国内业务优先的泵供应商（非排他性），并同时引入中冶海水淡化投资公司，提升三方的综合竞争力。除中东地区以外，全球海水淡化都使用反渗透法，高压泵是反渗透法中的重要设备之一。国内系统最大的日海水淡化处理能力是 5 万吨 / 日，世界上最大的装置则能达到上百万吨水平。国内海水淡化水成本与居民和工业用水成本逐步接近，关键阻碍在设备的国产化。	2014 年七月公告成立此项业务，8 月通过国家科技支撑课题“海水淡化高压泵”验收会，标志已经完成了 1.25 万吨级海水淡化单机的研发，这也是国内单机规模最大的高压泵。此外自 2009 年开始公司的高压泵就在浙江嵊泗岛投入运营，海水淡化水已经成为岛上居民用水来源的 80%。公司技术领先经验丰富，一旦海水淡化市场启动很可能取得领先位置。据券商行业研究资料，国内海水淡化市场启动后高压泵市场空间有望达到每年 10 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	业务基本情况	截至 2014 年末的发展情况
南方安美消防泵	南方安美生产销售的是成套消防机组，包括泵、小型柴油发动机、控制器。这块业务与法国能提供专利技术的柴油发动机和控制器的公司合作，未来通过消防泵的国际认证后可实现国际国内市场同时销售。	2013 年 9 月出资设立南方安美公司，目前业务规模还很小，处于布局期间。我国的消防设施非常落后，就算是在北京上海这样的大都市，消防站及消防队伍的规模都远远低于国际大都市水平。另外我国高层建筑和公共设施快速增长，大量楼宇的消防设施都在进入更新期，但国内还没有厂商看到这个市场，消防泵的认证起码需要 2 年，因此一旦市场启动南方泵业又具有很好的卡位优势。

除了产品层面的看点外，国外市场也是一个未来的看点。公司曾在调研中表示以往海外市场通过代理销售，机制上不理想。2014 年 7 月公司公告新加坡子公司南方工业合资设立西班牙孙公司，其中南方工业出资 30.5 万欧元，股份占比 85%、HYDROO 公司出资 5.4 万欧元，股份占比 15%。这是公司的海外市场的重大布局，公司未来计划在西班牙设立孙公司，并在当地设立组装车间，这样有利于缩短交货周期。通过设立研发中心，还能够吸收欧洲最先进技术。同时通过发展销售服务网络以提升品牌在世界上的知名度。

综合来看，南方泵业在业务的布局上非常有远见，一方面视野广阔在水处理的几个大市场都提前进行了战略布局，另一方面也很强调定位与高利润率、进口替代的高端市场。而这两点，恰恰都是目前国内的水泵企业所欠缺的。如果再次回顾一下泵行业未来出现高市场占有率者的一个前提：宽阔的产品线和差别化的经营定位，我们会发现南方泵业恰好与此十分吻合。

2）成本费用端

南方泵业的销售费用和管理费用在过去几年都有所上升，但幅度目前在合理范围内。考虑到南方泵业未来需要推广的新产品很多，因此其费用率看不到趋势性下降的余地，甚至可能还会略有上升。但根据公司一贯较为稳健的经营作风来看，费用率的大幅度飙升可能性也不大。

从成本和毛利率来看，公司的主要原材料是电机和不锈钢，它们的价格波动会对毛利率产生一定影响。但据公司介绍由于其泵产品定位中高端且属于通用机械，因此当原材料价格波动较大时通过提价转移成本压力（在 2011 年初，为应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对不锈钢价格上涨，公司就曾将部分型号产品价格上调 5% 或 8%）。另外值得注意的是，半年报管理费用 27% 的增幅主要缘于研发投入的增加，投入的去向主要是子公司鹤见南方和湖州南丰。鹤见南方已经介绍过是污水泵业务，研发投入增加有利于新产品尽快上市。而湖州南丰的业务是各种铸件，包括泵的零部件和配套的阀门等。它将可以为南方泵业各个业务板块的各类产品提供必要的配件，显然这种上游一体化的措施有利于公司原材料采购成本的下降，随着规模的扩大可对提升毛利率有帮助。

另外，湖州南丰的产品还对外销售。据了解，长三角地区制造业发达，但随着上海、杭州等地环保日趋严格，铸造产业正在逐渐撤离，这部分市场正在被外省承建。除了内部配套外，湖州南丰的产品还适用于汽车制造业、核电、风电。据公司的投资可行性报告分析，湖州南丰满产后年产值可达 5 亿元，这对于当前营业规模只有 16 个亿左右的南方泵业而言不容忽视。

总的来看，在成本的费用端南方泵业没有大的趋势性的变化，考虑到新业务需要持续推广，未来费用率稳中有升的概率较大。但由于新产品毛利率更高，并且湖州南丰的内部配套可能降低长期采购成本，因此整体的毛利率和净利润率应该还能保持稳定甚至小幅上升。

4. 产能及外延端

南方泵业是典型的制造业，因此其业务规模的扩大必然要以产能的扩张为基础。截至 2014 年中报，南方泵业的募投项目已经接近尾声：

募集资金总体使用情况

√ 适用 □ 不适用

单位：万元

募集资金总额	68,917.5
报告期投入募集资金总额	6,954.57
已累计投入募集资金总额	62,140.06
报告期内变更用途的募集资金总额	0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

募投项目	2014 年中完成度	项目建成时间
新增 20 万台不锈钢离心泵	85% 左右	2014 年 8 月
年产 2000 套无负压变频供水装置	53% 左右	2014 年 8 月
海水淡化高压泵研发	已完成	2014 年 1 月
全国营销服务网络（超募）	已完成	2013 年底
年产 6000 吨机械铸件及 10 万套阀门项目（湖州南丰，超募）	已完成	2012 年 9 月
对南泵流体增资（超募，用于 30 万台不锈钢离心泵建设项目）	已完成	2014 年 4 月

从募投的项目进度来看，2014 年内绝大部分的产能已经完成建设，根据经验来看产能达产后有一个产能逐步提升到极致的过程，从一般经验来看这些募投项目支撑未来 2 年的稳健发展应该是没问题的。

另两个特别值得关注的：一是子公司湖南长河大泵，虽然没有列在募投项目内，但公司介绍其新厂房将在 2015 年完全投入使用。另一个是鹤见南方的污水泵，从公司介绍来看新产品投入市场的节奏较慢，未来有改善空间。

（总的来看，作为核心业务的不锈钢泵的产能可以满足未来 2 年持续稳健增长的需要，而长河大泵和鹤见南方的污水泵则可能是业绩弹性最大的拉动因素。值得注意的是，在产能建设未到位，子公司各项新业务也尚未全面展开的过去 2 年，公司的营收和利润增长也都有 25% 以上的稳健表现，这让人对其产能到位、政策环境趋好、新产品陆续投入市场后的表现充满期待。）

除此以外，公司也表明过通过外延并购的意图，只是一直找不到有价值并且价位合适的标的。从资产负债表来看，公司年末有 4.9 亿现金在手，经营性现金流充裕，资产负债率只有 24%（其中大多是还是预收和应付类负债，有息负债只有 2.3 亿左右），因此具有强大的并购和投资实力。短中期来看公司的产能已经足够未来 2 年增长需要，中长期来看公司围绕水处理设备产业的对外投资（切入新业务，包括并购、设立全资子公司和合资等多种手段）将持续进行，那将不断扩张南泵的商业价值版图。

三、主要风险

★技术优势被打破，竞争烈度提升。

（南方泵业的看家本领就是在中高端不锈钢泵上的竞争力，如果市场中又另外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的厂商异军突起实现中高端泵的技术突破和规模化销售，行业的竞争烈度必然会提升，由此也很大概率会影响到南方泵业的市场扩张节奏和利润率。）因此保持技术优势、不断拓展新的高新品种是南方泵业经营的核心。从公司调研来看，管理层对于专注于中高端泵市场，力保质量和品质具有充分的意识，后续需要关注其是否能不断推出具有行业标杆性质的新产品。

★房地产市场下滑的风险。

水泵的下游应用中有不少的建筑物，其中具体房地产占产品的比例目前没有准确的数据，既有券商研究报告分析房地产应用占比在 50% 左右，也有另外的券商报告分析建筑供水产品只占公司收入的 25%。在未得到准确数据前，暂时以较高的数据为准。因此房地产市场如果出现大幅的下滑必然会影响到业绩。对此问题，一方面不锈钢泵（特别是中高端）占整个水泵市场的比例还很小，甚至很大部分还依赖进口，因此房地产市场的波动对传统中低端产品的影响应该远大于其定位的中高端。此外，水泵在建筑住房领域属于必备设备，需求的硬度也较高（不同于家电或者装修）。另一方面，随着长河大泵和污水泵等的产能释放，以及越来越多的其他领域产品的不断推出，对房地产市场的依赖有可能逐步降低。当然，这需要时间，短期 1 年来看房地产市场如果波动过大，肯定会有明显影响，这是所有与房地产产业链相关的公司都无法回避的问题。

★新产品推广进度不利。

★有关水质提升和加强水质环保的政策得不到有力执行。

四、其他重要问题

南方泵业经营比较稳健，在生意特性上也尚未发现重大的风险（客户比较分散，应收账款也比较合理，现金流和资产结构稳健），除了下游房地产可能的行业性风险外，主要就是所有企业都面临的一般经营风险。

公司主要销售客户情况

前五名客户合计销售金额（元）	96,307,627.73
前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例（%）	7.16%

向单一客户销售比例超过 30% 的客户资料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从公司的治理结构来看比较完善，大股东持股35%有很好的控制权，公司在2013年6月授予了142名高中层员工218万股股票期权和109万股限制性股票。在2014年，公司又推出了员工持股计划，向150名员工募集金额1亿元，并通过杠杆安排投资南方泵业股票。计划份额上限为1.4亿份，按照0.4:1的比例设立A、B类份额。按照1.4亿份和2014年底20元左右的收盘价测算，潜在持股数量在680万股，占公司现有总股本的2.59%。A类按照4%获得优先收益并且获得实际投资增值超过约定收益部分的25%，剩余收益归B类份额者所有。资管的存续期24个月。

如果把不同公司的经营风格比作不同投资人的风格来说的话，那么南方泵业属于那种很扎实、不激进，虽然看起来没有什么特别冒尖儿的地方，但短板和经营漏洞也少。这样的公司（或者投资人）或许每个年度都不是表现最惊人的，但其盈利的可持续性却可能很强。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点：

1）水处理设备和泵行业都是具有广阔市场容量的大市场，南方泵业专注在水泵这个交叉点上，并且当前相对整个市场容量的产品占有率极低，这个基本面提供了其持续成长的外部环境。

2）随着我国对水质标准要求的提升，原本的铸铁水泵被不锈钢水泵替换的进度有望逐渐加快，水泵市场面临整体性长期性的结构升级。同时，目前国内的中高端水泵有很大比例（50–80%，依各领域不同）还依赖进口，进口替代也将是水泵市场发展的一个长期趋势。

3）南方泵业专注于新型中高端水泵业务，在国产中高端水泵市场中相对于国内同行具有压倒性的优势，相比国外厂商同类产品则具有明显的性价比优势。因此它很有希望在我国水泵的结构升级和进口替代这两个长期进程中，成为最大的受益者。

4. 短期来看2015年产能将完全释放，特别是长河大泵和污水泵业务的放量具有拉动未来2年业绩成长的潜力。长期来看，在水处理设备和专业水泵领域的扩张潜力广阔，公司在各个重要子市场中的布局远远领先于同业，这与成为最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的泵行业巨头所要求的能力一致。

5. 公司的治理完善经营稳健，资产负债表良好，现金流优秀，战略明确且具有产业抱负，初步来看已经具有一家较为优秀制造业企业的气质。

2. 高价值符合度评估

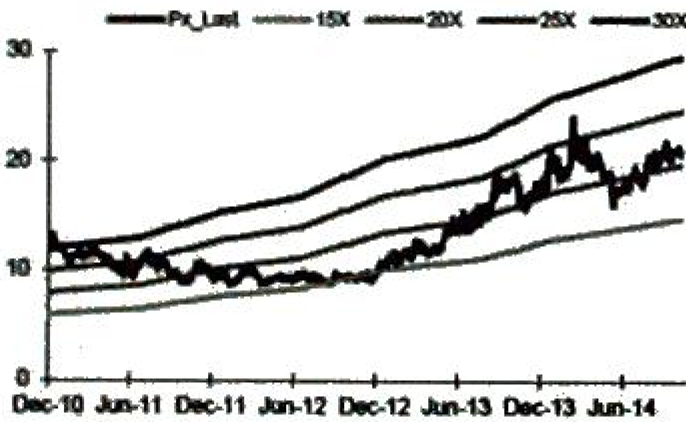
评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	典型的大行业小公司，受益于环保治理趋势下的产品结构升级和进口替代，具有广阔的成长空间．
扩张的边际成本，轻资产	否，典型的机械制造业，资产较重，需要持续的资本支出。
高客户黏度	否，泵产品属于通用机械，客户化程度低。
弱周期性	较好，虽然下游房地产占不低的需求份额，但南泵的产品定位中高端且占市场比重很小，产品结构升级和进口替代可一定程度上降低当前对宏观经济的敏感性。
强竞争优势	较好，在高端水泵市场相对国内同行遥遥领先，相对外企性价比突出。除产品技术品质优势外，在市场营销网络和新产品布局方面均很突出。
管理层和治理	股权结构合理，员工具有多层次的股权激励体系。
R 特征	R<R’，未来总资产周转率还有明显提升空间，随着新产品不断推出公司综合毛利率还将提升，带动净利润率继续上升。当前产能和子公司各项业务均远未达到最佳状态，未来总资产周转率尚有较大提升余地。财务杠杆也有相当余地。其均衡期的 ROE 在应在 20% 以上。
N 特征	业务的结构升级和进口替代仅仅出于初期阶段，其业务的可扩张期很长。当前在技术和市场布局都拥有相对同业的较强竞争优势，但目前主要还是技术和品质竞争为主，具有较多的不确定性的。综合来看 N 较长。
g 特征	总资产增长可望保持较快速（需要不断增发扩张，分红率不高）。
总结	典型的大行业小公司，在高端市场具有较为突出的竞争优势，产业未来的产期发展空间较好。属于机械制造业，公司经营稳健，因此其业绩每年的弹性可能不大，综合考虑产业的结构转型和进口替代进程，有较强的长期投资吸引力。

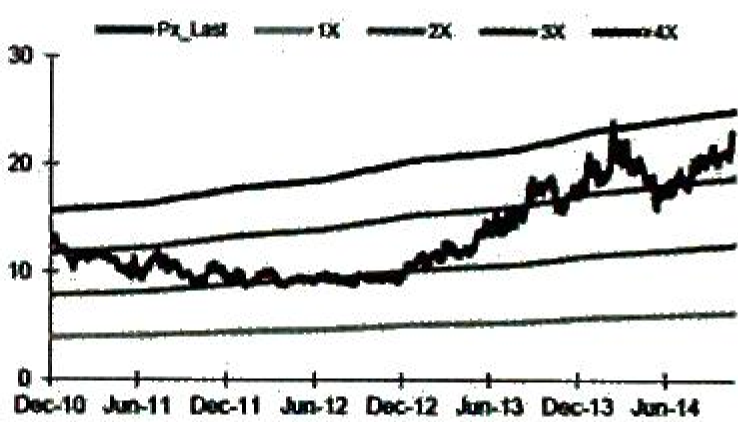
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 估值评估

评估项目	具体内容		基本评估	
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段		价值创造初期，业务可挖掘的领域还很多，公司总资产周转率还具有很大提升潜力。	
	生意特征是否符合 DCF 三要素		较好，虽然资产较重、需要持续的资本性支出、但现金创造能力较好，经营稳定性也较强。	
	盈利的确定性		较高，产品属于城市建设必需品，在高端竞争优势强，客户分散，业务布局良好。	
溢价折价定性	相比同类机械制造和配件公司应享有一定溢价。			
市场参照体系	海外的水处理设备公司 Xylem(NYSE:XYL，市值 64 亿美元) 目前的估值在 18-20 倍市盈率左右，市净率 3 倍。Xylem 近年的营业收入增长缓慢，但市场给予的估值却并不低，可以把它作为成熟期水泵企业的一个估值参考。南泵正处于成长阶段，无论是营业潜力还是经营效益都远未到成熟阶段，因此可享有相对溢价。过去 3 年市场给予的估值区间可以作为近期估值的主要参考，其中 2011-2012 年是熊市区间，13 年则是强势市场区间。			
	2011	2012	2013	
年收盘价	18	18.96 元	37.65	
市盈率	26.5	22.57	34.22	
市净率	2.63	2.46	4.3	

公司历史 P/E P/B Band





资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 立讯精密案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况：

<table>
<tr><th>基本情况</th><th>简单介绍</th></tr>
<tr><td>公司业务范围</td><td>立讯精密是国内连接器领域领先的供应商，上市之前产品主要集中在电脑类的连接线束，产品覆盖全球 20% 以上的台式电脑。上市以后通过外延扩张，目前已经将产品扩张到包括连接器、线束、FPC 等，下游覆盖 PC（台式机，笔记本和平板）、消费电子产品和通讯类连接器等。自 2013 年开始，公司收购的下属公司昆山联滔来自苹果的订单(目前主要包括苹果电脑的电源线、iPhone 和 iPad 的 Lighting 线)迅速放量，成为公司近期业绩的主要推动力。自 10 年至今，每年的营业收入都增长在 20% 以上。2012 年费用高增长使得利润增速只有 3% 左右，而 2013 年收入增速 45%，同样由于管理费用高增长而利润增长 29%，已经属于较好阶段。2014 年收入开始大幅度攀升，一季度、半年报、三季度收入和净利润分别同比增长：+73%、79%、67%；+115%、107%、96%。</td></tr>
<tr><td>业务结构</td><td>截至 2014 年中期，PC 连接器收入 18.7 亿（毛利率 19.43%）占营业收入比例 58.34%，其他连接器收入 13.35 亿（毛利率 24.47%）占营业收入比重 41.65%。PC 连接器是公司的传统业务，未来增长空间和弹性均有限，公司的主要看点在于其他连接器的增长。</td></tr>
<tr><td>上下游及销售模式</td><td>公司上游为插件、线材、五金件等原材料，下游是各类电子产品生产厂商，大客户特征明显，直销模式。</td></tr>
<tr><td>实际控制人</td><td>公司实际控制人为王来春、王来胜兄妹，二人通过香港立讯间接持有公司 66.7% 的股权。</td></tr>
<tr><td>机构持股占比</td><td>截至 2014 年 3 季度末机构持股占比 7.57%</td></tr>
<tr><td>近年分红增发情况</td><td>2014 年 10 月增发 8900 万股，增发价 31.02 元
公司近三年现金分红情况表
<table>
<tr><th>[illegible]</th><th>[illegible]</th><th>[illegible]</th><th>[illegible]</th></tr>
<tr><td>2013 年</td><td>38,322,900.00</td><td>339,775,798.82</td><td>11.28%</td></tr>
<tr><td>2012 年</td><td>36,948,000.00</td><td>263,091,913.13</td><td>14.04%</td></tr>
<tr><td>2011 年</td><td>52,140,900.00</td><td>257,181,697.39</td><td>20.27%</td></tr>
</table>
公司报告期内盈利且母公司未分配利润为正但未提出现金红利分配预案</td></tr>
</table>

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 基本生意特性：

这部分请参看第一部分，第二章中“这是个什么样的生意”一节中 A 公司的分析。

二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

连接器由接插件、线材等组成，是构成电路系统必须的基础元件，也是各类电子产品（计算机、通信、汽车电子、消费电子、工业及军工电子等）实现相互间信息联通和传输的重要接口设备。按照功能可以分为线对板、板对板、线对线、I/O 接口、FFC/FPC、插槽等各类连接形式。连接器是电子行业中一个重要的细分行业，其市场地位仅次于半导体和 PCB 行业，由于其在电子应用领域拥有不可或缺的功能属性并且具有广泛的下游应用，因此连接器行业的市场空间十分广阔。

精密结构件市场空间广阔（亿元）

连接器	3000
屏蔽件	300
外观件	当前 1000 以上，潜在 5000
LED 支架	120
合计	5000 以上

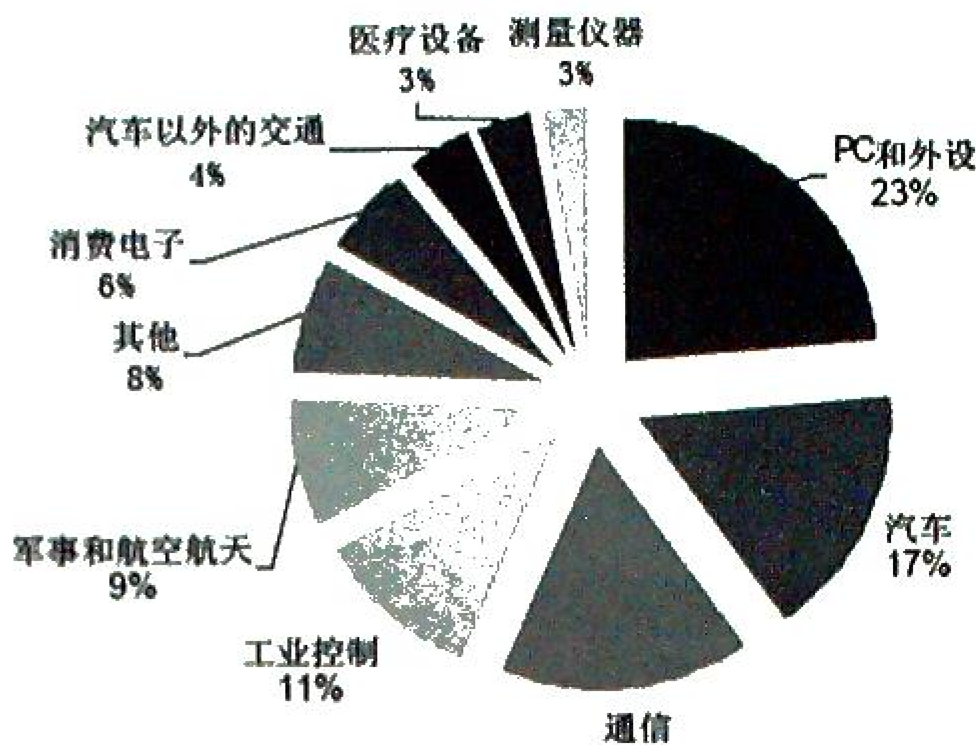
精密结构件公司三种增长途径

	鸿海	泰科	可成
地区	台湾	美国	台湾
2013 年收入—亿元	8185	817	90
净利率	2.7%	9.5%	32%
市值	2600	1580	450
增长途径	拓展至组装，其它零部件和其它制造服务业务	在连接器领域横向拓展，涉足汽车、通讯设备、航空航海、工业等多个领域，并不断收购加速成长	专注于消费电子金属外观件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连接器归属于精密结构件行业，也是这个行业中最大的细分行业。在这个行业中有 3 种比较典型的成长路径（见上图）。鸿海是从精密结构件拓展到其他制造服务业，市值最大。可成是完全专注在电子金属外观领域，市值较小。泰科是在连接件领域内横向扩张，不断扩大连接件器的种类，市值也较大。立讯精密的定位更接近泰科，属于专注于连接器产品，但在 PC、消费电子、通讯和汽车电子等方面都做了战略性的布局。也由于这个定位，它的市场潜力和市值潜力比较可观。

连接器下游应用占比



资料来源：Bishop &Associate，平安证券研究所整理

据统计，连接器市场当前的全球市场空间在 3000 亿元以上，是精密结构件市场中占比最大的细分行业。连接器目前的下游应用分布极其广泛，其中 PC 和外设、汽车电子、通信以及工业控制是应用最大的几个下游领域。立讯精密 2013 年的营业收入只有 46 亿左右，虽然在国内连接器行业的营业收入已经远超竞争对手（如得润电子 13 年的连接器收入约为 20 亿，长盈精密的连接器 2013 年收入约为 6 亿。当然它们在业务结构上差别较大，比如得润电子的连接器目前半数以上为家电行业而立讯精密主要面向 PC 以及消费电子类产品），但在整个行业发展空间来看还不过是个小公司而已（连接器市场是一个全球竞争和销售的高度市场化的行业，连接器销售所面对的是全球市场，这点从立讯精密的国内国外业务占比约为也可以看出来：2013 年公司连接器收入中有 36 亿为境外收入，境内收入为 9 亿）。

连接器市场不但空间大，另一个重要特点是市场集中度较高。从全球当前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场格局来看，美欧和日系企业占据着主导地位，近年的统计数据表明全球前五大厂商的市场占有率约为 41.4%，其中规模最大的泰科占有 19.8% 的份额。但国内连接器行业由于发展时间短、差异化程度还不高，目前的市场集中度还很低。据统计，目前中国连接器行业有 1000 多家公司，中国的前五大连接器公司的市场占有率在 11 年约为 7.5%。与海外成熟市场相比，国内连接器市场的集中度明显偏低。

从国外成熟市场集中度较高来看，连接器这个行业是可能产生较高壁垒的。通过一些资料的了解，(连接器这个行业有这么一些特征：首先这个行业低端产品的进入壁垒非常低但也很难盈利，要想胜出必须占据优质大客户。但优质大客户对于连接器供应商的选择往往有严苛的考核，这一方面是因为连接器本身成本虽然占客户产品总成本的比例很低，但却承担着数据传输等重要的基本功能，一旦出现问题会严重影响到客户产品的质量甚至是应用安全，因此优质大客户只会选择品质上最信得过的供应商。另一方面，连接器是个典型的非标准化精密制造业，它既强调精密制造中较高的工艺和品质水平，又对供应商针对客户的各种产品进行针对性的设计研发和制造提出了很高的要求。特别是电子产品的更新速度很快，连接器厂商必须能做到对客户的各类新产品很快地就提供解决方案，并且在后续的制造供货和服务等各方面与客户的产品生产计划紧密配合协作。这个过程可以想象是比较复杂的，并且双方越是相互了解越容易配合好。这一特性可能是连接器产业具有一定的客户黏性的重要原因。)

据券商相关统计资料显示，全球连接器市场中欧美日厂商市场份额高达 58%，中国和台湾企业仅为 27%；全球前十大连接器厂商中 9 家是欧美日厂商，亚洲厂商（除日本）仅鸿海一家，其份额占前十强总份额的 6%，大大低于半导体代工、PCB 等其他产业（半导体代工为 100%，PCB 为 48%）。那么我国的连接器行业在未来是否具有逆袭的可能性和基本逻辑呢？从目前的资料来看我觉得这种可能性是有的。这主要是因为以下几个因素的共同作用：

第一，连接器的下游主要是各类电子消费产品，而当前全球 60% 以上的电子产品是由中国大陆制造的，我国的长三角、珠三角地区已经形成了完善的电子制造业基地。纵观连接器龙头厂商发展过程，无论是欧美还是日本，其都曾经是消费电子主要的制造生产国，这说明电子消费制造源头与连接器厂商的崛起有一定的联系。连接器是非标准精密制造业，靠近主要生产基地，有利于连接器厂商与下游客户更好地完成定制化和各类服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，从成本角度分析，人工成本约占连接器生产成本的25%左右，作为典型的低利润率高周转率生意，连接器需要庞大的规模才能产生足够的经济性，规模越大人工生产成本的重要性就越高。中国具有庞大的熟练技术工人和工程师团队，无论是在制造还是模具的设计开发等环节，相对于欧美和日韩等企业而言，我国连接器制造业在人工成本上有明显优势。

第三，连接器同时还是一个资本密集型的生意，需要持续不断的资本开支用以并购和扩大产能。相对国外而言，连接器依然是一个年轻和高速发展中的行业，在资本市场中也比较容易融资，这对于连接器行业扩大规模无疑有帮助。

精密结构件行业在资本、技术和劳动力三方面符合中国的优势资源特征

子行业	驱动力	竞争壁垒		
		资本	技术	劳动力
精密结构件	产能转移、本土终端商的成长	中	中	中高
光声学器件	行业增长、新客户突破	低–中	中–高	中
半导体	本土设计公司兴起、产能转移	高	高	低
显示元器件	建设高世代线	高	高	低
触摸屏	渗透率提高、特别是大尺寸	高	高	中–低
代工	产能转移、本土终端商的成长	低	低	高
PCB	本土终端商的成长	中	低	中
被动元件	行业景气度、技术升级	中	中	中
LED	背光和照明市场渗透率、补贴政策	中	中	中

虽然市场的未来发展总体是处于不确定性中的，但从以上信息来看，连接器制造业市场空间很大而且呈现全球市场高度共通的自由市场特征，除此之外它还有可能具有较高的市场集中度，而我国连接器企业在下游电子制造业聚集、人工成本和融资便利性等方面具有比较优势。综合来看，这个行业的发展空间和潜力是足够诱人的。

2. 竞争格局及优势

前面介绍过了，连接器行业属于典型的非标准化制造业，并且由于主要服务于产品更新节奏快的电子产品，其对于供应商的持续创新、质量控制以及客户服务的反应效率都有比较高的要求。据查询有关精密制造业的一些资料，日本精密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制造厂商之所以在与台湾的竞争中失利，有一个重要原因是服务和反应速度慢。但在这点上大陆的供应商具有更好的优势，客户服务反应快效率高。这一方面是因为制造商与下游客户地理位置上靠近，容易更好地沟通和配合客户协作。另一方面也由于我国的工程技术人员人力成本低，技术人员与客户的配比率可以较高，因此服务更周到。

从竞争优势的角度来讲，大陆在发展连接件产业上明显的弱势在于技术水平，但这块是可以学习提高的。然而靠近下游客户生产基地以及人力资本便宜这两点却是比较稳固的相对优势，并且这一趋势短期内看不到扭转的势头。因此从中长期来看，我国的连接器生产商是具有一定的产业发展优势的。

落实到个体来看，与大多数的制造业一样，连接器制造商的成功主要依靠优秀的管理团队的高效经营——技术、品质、服务等等综合实力都很重要，但这些都并非是不可模仿的。不过我们也看到这个行业有“大者恒大”的特点，这与其连机器产品“成本占客户产品总成本很小，但所起到的作用非常关键”这一特性有关。在这样的特性下，优质的高端客户会因为简单的价格因素而轻易更换供应商，这样就产生了较高的客户黏性。也因此，连接器公司最重要的竞争优势就是优质的客户群，这点与高端包装厂商类似（可见生意的本质往往是相通的）。

立讯精密目前在国内连接器行业的规模领先，也是唯一参与Type-c标准制定的国内连接器厂商，可见其在国际连机器产业中已经有了一定的品牌影响力。立讯精密目前的特点是布局较好，从历史来看经营能力也很优秀，但如果说已经产生了与同行本质上的不同却也看不出来。它尚不属于拥有明显持续竞争优势的公司，缺乏持续竞争优势并非不能投资，但这种公司的经营随着时间越长而确定性越低，所以对虽然缺乏明显的竞争优势但发展空间很好的公司，可能分析的重点要落在短中期的有利因素上（比如行业景气度，毛利率和费用率的变化、重要产品或者市场行动的短期拉动上等），从仓位安排上也不宜过重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
材料销售	1,869,535,875.84	1,173,082,526.73	37.25%	37.29%	30.74%	3.14%
工程施工	381,695,845.35	250,220,677.09	34.45%	52.54%	35.80%	8.09%
其他	71,179,458.90	58,099,886.30	18.38%			
合计	2,322,411,180.09	1,481,403,090.12	36.21%	44.08%	36.98%	3.30%
分产品						
卷材销售	1,263,236,008.28	830,563,588.99	34.25%	41.33%	35.21%	2.97%
涂料销售	606,299,867.56	342,518,937.74	43.51%	29.58%	21.03%	3.99%
工程施工	381,695,845.35	250,220,677.09	34.45%	52.54%	35.80%	8.09%
其他	71,179,458.90	58,099,886.30	18.38%			

以2014年半年报情况来看，公司的产品主要分为电脑连接器和其他连机器，分别占营业收入的58.34%和41.65%。电脑连接器是公司的传统产品，其他连接器及其他收入是公司为未来的主要增长驱动力，其中包括了苹果订单、消费电子产品、通讯服务器及汽车电子等各领域，下面分别分析。

从过去几年来看，电脑连接器与其他连接器的收入复合增速如下：

	2010年到2013年末增长情况	2014年半年报同比增速
电脑连接器	从6.47亿到30.86亿，3年复合年增长率68%	+53.99%
其他连接器	从3.63亿到15.05亿，3年复合年增长率60.57%	+128%

从数据中可见，过去几年间无论是电脑连接器还是其他连接器的营业收入增长都非常快。但电脑连接器各年之间的波动也很大，2011年增速超过200%，2012年只有12%，2013年接近20%，2014年半年报中近54%的增长有新合并报表的因素。而其他连接器则呈现稳定的高速增长，2011年增长35.9%，2012年增长70%，2013年增长170%，呈现出加速增长的态势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从未来长期来看，PC 连接器业务的增速不会很高，这一方面是因为 PC 的出货量增长缓慢，另一方面公司的营业收入基数也逐渐在增大。但这块中期 2–3 年来看应该还是有稳定增长的机会，因为据券商调研资料披露，目前国内 PC 连接器的国产化率只有 35–45%，70% 的市场还在国外连接器厂商的手中。因此如果可以持续的技术升级的话，这部分进口替代的空间还是具备的。(此外，虽然整个 PC 的出货量比较萎靡，但行业的巨头垄断在进一步增强，或者说联想和华硕都在获得更大的市场份额，这对立讯其实是一个好消息，因为它已经在联想和华硕体系中提供全方位的产品。另外现在电脑的轻薄化和多功能化也有助于连接器产品的增长。总之，占半壁江山的 PC 连接器业务缺乏大的弹性，但还有平稳增长的条件。)

(从中长期来看，PC 连接器的重要性将不断下降，其他连接器将逐渐成为公司增长的主力和最大看点。)这其中，短期最大的变量因素是苹果订单，中期通讯和消费电子的业务量十分关键，更远期间的重磅市场在于汽车电子连接器。下表是立讯精密几个主要业务的发展情况统计：

公司	业务领域	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
母公司	电脑连接线	6.19 亿	7.21 亿，+16.4%	9.25 亿，+28%	5.39 亿，+35%
昆山联滔（14 年三季度收购余下 40% 股权，15 年起完全并表）	苹果业务为主	11.53 亿 2 亿	9.14 亿，–20.7% 0.81 亿，–59.2%	15.2 亿，+66% 1.36 亿，+68%	11.19 亿 0.6 亿
深圳科尔通	通讯业务，华为，艾默生等		1.63 亿 0.14 亿	2.05 亿，+25.7% 0.076 亿，–45%	1.21 亿 0.54 亿
协讯电子（吉安），3 季度完成 25% 的股权收购，明年完全并表	主要做数据线业务	5.44 亿 0.53 亿	5.03 亿，–7.5% 0.76 亿，+43.4%	5.95 亿，+18.3% 0.88 亿，+15.8%	4.19 亿 0.34 亿
博硕科技江西 13 年 12 月收购余下 25% 股权	日韩系的消费电子客户	4.3 亿 0.35 亿	5.28 亿，+22.8% 0.63 亿，+80%	7.05 亿，+33.5% 1.02 亿，+61.9%	4.13 亿 0.56 亿
福建源光电装 只有 55% 股权	汽车线束，日系车为主		2.8 亿 0.055	4.94 亿 0.1 亿	2.15 亿 –15 万
SUK	宝马车注塑				0.8 亿 158 万
珠海双赢	FPC 软板		1.31 亿 0.1 亿	2.55 亿，+94.6% 0.35 亿，+250%	1.47 亿 0.19 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

①苹果订单

公司拥有昆山联滔 60% 的股权，在 2014 年三季度又收购了剩下的 40% 股权，因此 2015 年开始昆山联滔将全年并表。联滔是苹果产品的连接器供应商，2013 年末的营业收入达到 15 亿，达到当年营业收入的 32%（其业绩计入其他连接器）。这主要是自 2013 年四季度起，公司向苹果等客户提供的电源线、数据线开始持续放量。

由于立讯精密出于商业保密等原因，对于介入了客户那些产品等具体信息披露的十分有限，因此对于这部分的业务分析主要基于券商的一些调研报告。目前汇总来看有以下几个信息值得注意：

第一，昆山联滔从 2013 年末开始营业收入大幅增长，iphone6 的畅销对公司业绩增长起到了很大的拉动作用。据悉目前公司已经介入苹果多个产品的连接器业务，而业界认为 2015 年将是苹果历史上产品最丰富的一年，包括更多规格的 iPhone6s 和 iPhone7，12.9 英寸的 iPad，12 英寸的 MacBook Air、Applewatch 以及 Apple TV，这么多产品的密集推出，无疑对联滔连接器的放量有很好的驱动力。

第二，在 2014 年底接受媒体采访时，公司董事长王来春曾介绍目前苹果的产品一共有 10 个系列，而公司目前只做了 3 个系列，仅苹果一家产品的市场供应需求每年就可以达到 800-1000 亿。未来联滔如果可以继续提升技术水平，有可能还能切入更多的产品系列。

此外，2014 年公司收购了联滔 40% 和协讯 25% 的少数股东股权，因此 2015 年将全面合表（2014 年前 10 个月依然只并表 60%，最后 2 个月才并表 100%），这为 2015 年的业绩增长提供了一个安全垫：2013 年昆山联滔收入 15.2 亿，占总收入 33.1%；净利润 1.36 亿，占总净利润 47.38%——但由于只有 60% 计入报表，因此计入的收入和利润分别少了 6.08 亿和 0.55 亿，这等于 2013 年公司的总收入“少增长”了 13.24%，净利润“少增长”了 19.16%，这个幅度还是相当可观的。同样 2014 年 3 季度立讯精密还收购了协讯电子 25% 的剩余股权，协讯电子 2013 年收入 5.95 亿，净利润 0.88 亿，少数股东的权益收入和利润分别为 1.48 亿和 0.22 亿，这相当于 2013 年收入和净利润的 3.22% 和 7.6%。

以上两者相加，在股权全部收购的情况下 2013 年的收入和净利润将分别增厚 16.46% 和 26.76%。虽然 2014 年可能将并入 2 个月的收益，但大体上在同样业务结果下提升 20% 左右的收益是可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



需要注意的是，2012 年联滔曾经出现了较大幅度的负增长，据了解这是由于苹果平板电脑使用 FPC 代替同轴线，导致给予其的订单下降。联滔在可见的 2 年内都是对公司最为重要的业务。由于其主要服务于苹果，一旦苹果产品销售出现大问题或者进行类似 2012 年的技术方案变化，都会给公司整体业绩带来巨大影响。这块的业务既可以说具有高弹性，同时也有较大的波动风险。

②通讯、消费电子及汽车电子

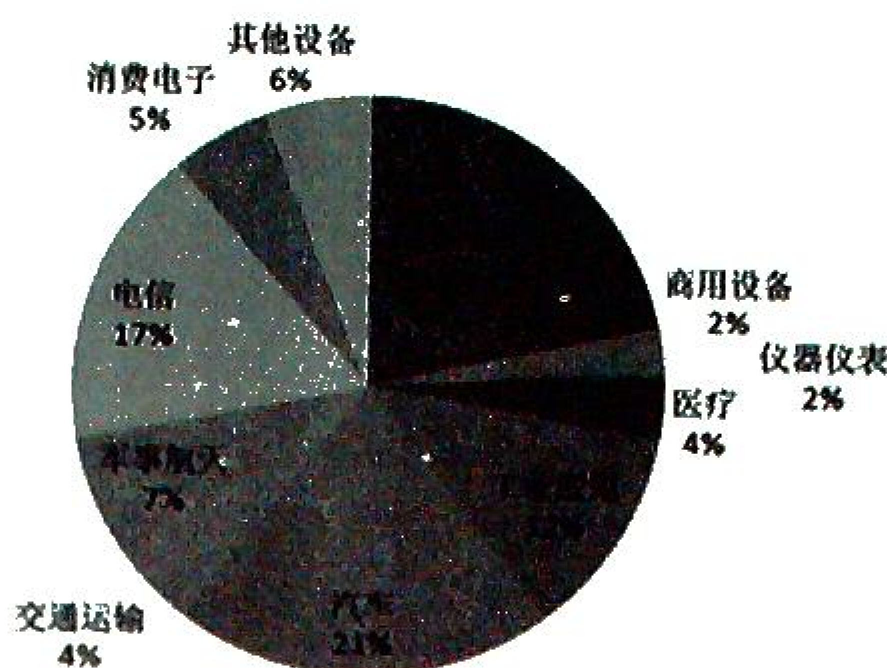
从上表的分业务统计来看，珠海双赢的 FPC 板业务净利润率很高，达到 13% 以上（博硕科技也很高，在 14% 左右），这两块业务 2014 年半年报合计收入 5.6 亿，占总收入比重 17.5%，利润的占比应该更高些。这两块业务这 2 年的增速也非常不错，同时珠海双赢的 FPC 软板是个千亿市值的市场，有可能成为大业务。由于此业务与公司连接器业务的客户高度重合，因此属于“老客户新产品”类别销售。目前公司 FPC 主要针对客户仍是国内手机品牌厂商，公司将在 2014 年年底建成的 FPC 新厂区主要针对二流品牌手机厂商，即在客户和产品上都将有较大升级，带动公司该业务实现更好更快的发展。

深圳科尔通主要面向通讯领域和服务器的企业级市场，从这 2 年的数据来看其利润率起伏太剧烈了，让人摸不到头脑。初步估计是其营业外的损益波动较大，其本身的业务规模也较小，因此导致整体利润率大幅跳跃。2014 年 3 月公司还收购了丰岛电子 100% 的股权，主要面向可穿戴电子产品和智能家居，做复合机构件，2014 年半年报的营业收入目前只有 0.7 亿。汽车业务也才刚刚开始，盈利能力还没有得到验证。(这三块业务现在说财务上的贡献还为时过早。不过这三块的业务分别面向企业级服务器连接器（据说目前国内只有立讯精密可以做）、可穿戴设备配件（下一个风口）以及汽车电子连接件（未来的蓝海），布局较好并且也有嚼头。)

(这其中汽车电子连接件值得重点看看。)据 2011 年的连接器下游统计数据来看，汽车电子用连接件已经成为连接器最大的细分市场（这个数据与上面平安证券的数据有所差别，但平安的数据中也是仅次于电脑设备的第二大市场，相差并不大），占到总额的 21%，2012 年的全球市场规模达到 106 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2011 年连接器下游应用比例

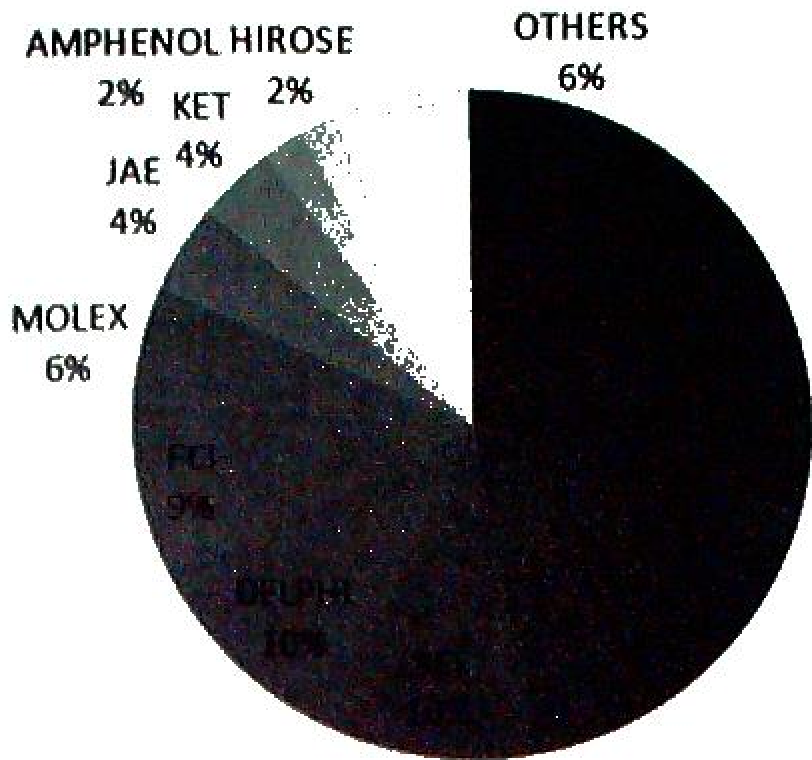


从国内市场来看，2012 年我国汽车产量达到 1927 万辆，根据券商调研报告单辆汽车所需的连接器及线束采购金额为 1300–2200 元左右。这样算来 2012 年中国市场对于汽车连机器的需求达到 290 亿元，这其中 70% 多还需要从国外进口。此外，随着汽车智能化程度的提高，连接器和线束的使用量也在提升。据统计，2007 年国产汽车对连接器的单位需求仅为 600–800 元，而到了 2012 年这个数字已经提升为 1300 元左右，预计到 2017 年这一数字将突破 3000 元。以此来看，中国汽车市场对于汽车连接器的需求在 2017 年有可能突破 800 亿，复合增长率高达 23%。与这一巨大市场前景极不匹配的是，目前我国汽车连接器的国产化率还不足 30%，这 30% 的份额中少数外资和合资企业获得了其中 75% 的份额，这样整个汽车连接器市场事实上都没国产连接器厂商什么事儿。

这主要还是因为国产连接器的技术和质量相比国外品牌有差距，对于汽车厂商而言连接器只占汽车成本的 1%，但对于行车安全性和客户体验有重要影响，因此更倾向选择已经得到认可和验证的国外品牌。由于对价格不敏感，这样新的连接器厂商要进入汽车厂商客户的供应链中往往十分困难，客户轻易不会冒险更换供应商。新连接器厂商必须经过长期的验证测试才能拿到订单，这一过程动辄就是好几年甚至更长。因此汽车连接器市场呈现强者恒强的局面，2012 年 TYCO 等十数家公司的汽车连接器产品市场占有率达到 94%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年全球汽车连接器及线束厂商市场份额



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

立讯精密以往在汽车连接器市场的布局是通过下辖的立讯精密工业，但从过去几年发展情况来看情况并不理想，没有实现大的突破，营业收入在 1 亿左右徘徊，尚无盈利能力。2013 年 10 月公司又收购了 SUK（SUK 是德国宝马奔驰的门锁等塑胶件核心供应商），显然是试图利用 SUK 汽车配件核心供应商的渠道打入汽车连接器市场，公司还透露在汽车连接器市场还会有新的动作。在这方面，同样值得关注的还有得润电子，它在 2012 年末收购了 CAEG 旗下汽车连接器和线束业务的整体资产，据悉这是德国最大的汽车连接器公司。2014 年汽车连接器的收入已经占到得润电子营业收入 10% 的比例。从汽车连接器布局来看，得润电子更到位一些。

但目前为止，汽车连接器还是个前景和可能性，在可见的未来 2 年内不会有明显的财务贡献。因此对这块关注就好，暂时无必要过度解读，只需要理解从定性角度来说连接器龙头公司远不缺成长的空间。

③ Type-c 的大机会

如果说上面的这些分产品属于单个点的驱动力的话，那么连接器厂商在未来还面临一个大洗牌的行业爆点，那就是 Type-c。Type-c 是 USB IF 在 2014 年 8 月 12 日正式发布的新一代 USB Type-C 接口 1.0 标准，这个标准用一根线融合了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据传输、音频和电源功能，相比以往的连接器方案无论在功能还是效能上都有巨大的提升。并且这个标准是苹果、谷歌、英特尔等巨头联合一线终端、芯片和连接器厂共同推动，值得注意的是，这其中中国的连接器厂商只有立讯精密参与了这一标准的构建。未来所有电子产品包括 3C、可穿戴、智能家居、智能汽车、物联网等均要兼容并过渡到统一接口，且政府因环保等考虑亦积极推动，如欧盟规定 17 年要强制实现手机充电器统一接口标准。因此这一标准的推出有望带来全新的千亿级别的市场。

更重要的是，Type-c 由于技术复杂程度远超以往的传统连接方案，对线内芯片和线材均有非常高的要求，其价格估计比传统 USB 方案贵 10 倍，并且由于技术要求很高，预计将会淘汰大量的传统连接器生产商。这可能会明显提升连接器市场的行业集中度，显然这对于立讯精密这种行业龙头是非常有利的趋势。

在 2014 年末的媒体采访中，董事长王来春说："Type-c 标准必然在未来一统天下，这对立讯精密是一个很大的机会，我们一直在和客户同步开发最新的技术，公司无论技术还是产能都做了充分的准备。"对这个大变量因素，值得高度关注和持续跟踪。

所以从未来的 3 年内来看，对财务报表有直接贡献的几个主要变量就是：

★ PC 电脑连接件：低弹性，平稳增长可能性大，在营收中的占比逐渐降低

★联滔的苹果连接件订单：高弹性，可能继续高增长，对业绩拉动最为强烈，但波动风险大

★珠海双赢的 FPC 和博硕科技的日韩消费电子连接件：有望高速增长，且利润率较高，逐渐加大在总业务中的占比。

★服务器连接件、汽车连接件：积极布局，增长经验，为长期的发展奠定基础。

★ Type-c：趋势较为确定，但何时启动不明确，一旦爆发有可能改变行业格局，属于连接器行业未来发展的核武器。

2）成本费用端

以 2014 年中的业务结构占比和毛利率情况来看，PC 连接器收入 18.7 亿（毛利率 19.43%）占营业收入比例 58.34%，其他连接器收入 13.35 亿（毛利率 24.47%）占营业收入比重 41.65%。并且其他连接器自 2013 年末开始增速明显加快，2014 年半年报同比增速在 133%。从业务发展态势来看，未来其他连接器在收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的占比显然将明显提高，这可能将推动公司的综合毛利率有所上升。

如果珠海双赢和博硕科技的业务继续快速发展，它们的高利润率产品（净利润率达到 13–14%）在业务结构中的占比将提升，这可能对整体净利润率有所拉动。另外，包括未来苹果新品以及 Type-c 连接器等高端产品如果发展较快，也将加快公司在高端精密制造领域的盈利能力，提升毛利空间。但总得来看，立讯精密还是收入推动型的增长，成本费用端不是它的主要矛盾所在。或者这样说，其利润率的提升是以各项新业务获得蓬勃发展为前提的，所以根本命脉还是在市场这端。

4. 产能及外延端

（电子元器件和配件行业更新换代很快，特别是连接器行业中，一些优质大客户并不轻易更换自己已经合作熟悉的供应商，这两点就决定了收购兼并成为连接器企业发展的一个重要手段——国际连接器巨头泰科的发展史也是一部兼并史。）收购兼并既能得到新的产品线和现成的产能，并且还顺便获得切入新客户的机会，可谓一举多得。当然，这种模式的弊端也显而易见，就是管理上要求非常高，并且在投资的方向上要求看得非常准。这可能也是在核心竞争力这条中，公司非常突出包容的企业文化、精细管理的原因吧。另外经过在百度上查询公司管理层的背景资料，可知创始人原来是在富士康工作了很长时间并且从底层一直做到主管，因此对于这种人力和资金密集型企业的管理模式应该是比较有经验的。

下面这张图大致描绘了立讯精密的成长路线图：

立讯精密的成长模式及路径

一、下游领域延伸－技术提升，走向高端客户和更大市场
二、并购加速成长－凭借高估值股票收购低估值资产
富士康代工
2007，3.5亿
切入联想、华硕等
2010，10亿
联想、华硕、索尼、微软XBOX
上市融资，收购江西博硕，获得现成厂房和上海线材
2011-12，25~32亿
苹果、HTC、HP、Dell等
收购昆山联滔，切入苹果产业链，收购珠海双赢
2013-14E，60~100亿
华为、中兴、思科、德尔福、日产汽车厂
收购科尔通
控股宣得
收购源光电装

目前公司有华南、江西、昆山、珠海四大生产基地。华南基地未来将以东莞的 8 万平方米基地为中心。昆山基地占地 17 万平方米，是最大的生产基地，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中联滔承接苹果订单，昆山立讯将发展新业务，因此昆山基地是中期几年内公司发展的最大动力。珠海双赢目前的基地还不大，但预计2014年底将建成，15年将实现产出。FPC本身也是个大市场，产能到位后有可能成为另一个重要的业绩拉动力。

公司主要产品、客户及基地布局

		主营业务/产品	主要客户	规模及未来规划
华南基地	本部（深圳厂区）	台式机、服务器的连接器和汽车电子等	联想、富士康等	新建东莞基地占地面积8万平方米，深圳本部未来将搬迁至东莞，东莞将成为公司华南基地中心
	深圳科尔通	通讯类连接器产品	华为、艾默生等	
	东莞	通讯、服务器类产品	HP和DELL等	
江西基地	协讯	台式机类连接器	正崴等	
	博硕	消费电子连接器	华硕	
昆山基地（联滔+立讯）	昆山联滔	Macbook电源线、Iphone及ipad的lighting等	苹果	占地面积17万平方米，是华南基地的两倍
	昆山立讯	汽车、汽车塑胶、医疗等新领域	—	
珠海基地	珠海双赢	FPC	国内品牌手机厂商	当前占地面积较小，公司已经在该厂附近购买128亩地，目前在建设中，预计2014年年底建成，扩建完成后，珠海基地规模将是当前规模的3-4倍
境外	香港	财务等方面的处理		
	美国	针对苹果和微软之类的大客户，做产品测试		
	日本	针对日本电子产品市场		

综合来看，立讯精密的产能和外延扩张始终未停，不但从未影响到公司的发展，而且还是其发展的重要手段。但收购兼并的不确定性较大，未来的动作难以窥见，只能判断这种模式将一直持续下去，其效果取决于公司管理层的眼界和判断力。短中期来看，昆山和珠海基地对于未来2年的业绩有决定性的影响，产能不是关键，关键还是在市场拓展这端。

三、主要风险

★大客户模式，特别是十分依赖苹果订单的风险。

公司前五大客户业务收入占总收入的比重达到60%，连接器行业是个典型的“傍大户”的生意模式，一旦大客户订单下降必然带来当年业绩的大幅波动，这点可以看看2012年时苹果由于改变连接器技术方案，马上导致联滔当年业绩下滑百分之二十多。从这个角度来讲，多业务领域布局是平抑单一大客户风险的出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路。但这种平抑只能是相对的，其生意本质上需要依靠大客户确实难以改变的，甚至这会成为其竞争优势的某种体现（因为通过大客户的认证并且逐步成为核心供应商非常困难）。大客户，特别是短期 1-2 年内对苹果业务的依赖，既是其业绩弹性爆发的最大亮点，也是其业绩稳定性最大的弱点。从这个角度来讲，将其定位于短中期的投资对象较为适宜。

★应收账款占比提升以及坏账风险。

大客户模式通常也就导致应收账款多，2014 年 3 季度公司应收账款和票据占当期营业收入的 42.15%。不过立讯精密的应收账款挺有意思，以 2014 年半年报财务附录中披露的数据为例，98% 多的应收账款都是 1 年期内的，公司的应收账款是按照月份来划分的。其中 4 个月以内的应收账款占比在 85% 左右。这也部分显示了其业务特征：交货期和结算期都很短，其业务应该是小批量多批次、定制化程度较高的模式。从一般规律来说，这种模式坏账是比较容易管理的，因为账期很短，每笔业务的额度也不会太高。真正的危险其实发生在大客户出现业务危机的时候，当那从本质上讲还是大客户模式固有的风险，投资这种公司是难以规避的，只能靠分散的组合来平抑这种风险。

账龄	期末数			期初数		
	账面余额		坏账准备	账面余额		坏账准备
	金额	比例		金额	比例	
1 年以内						
其中：	—	—	—	—	—	—
逾期 1 天至 60 天	23,847,241.98	28.83%	211,822.88	36,045,254.50	63.15%	360,452.55
逾期 61 天至 120 天	46,144,815.49	55.78%	2,307,240.78	7,479,911.67	13.10%	373,995.60
逾期 121 天至 180 天	4,654,941.33	5.63%	465,494.13	2,338,899.32	4.10%	233,889.92
逾期 181 天至 365 天	2,607,972.01	3.15%	521,594.40	3,180,735.44	5.57%	636,147.08
1 年以内小计	77,254,970.80	93.38%	3,506,152.20	49,044,800.93	85.92%	1,604,485.15
1 至 2 年	3,315,313.24	4.01%	1,668,863.43	5,197,870.47	9.11%	312,597.79
2 至 3 年	2,159,152.45	2.61%	2,159,152.45	2,836,848.62	4.97%	2,836,848.62
合计	82,729,436.49	—	7,334,168.08	57,079,520.02	—	4,753,931.56

组合中，采用余额百分比法计提坏账准备的应收账款

★汇兑损失。以 2013 年为例，当年公司的财务费用大幅上升了 5 倍多！

据公司年报披露，这其中除了利息费用增长了近 1500 万外，主要是发生了 2900 多万的汇兑损失。汇兑损失的 3000 万占到营业收入的 0.7%，虽然看似还不很高，但等于变相降低了公司的净利润率 0.65 个百分点，而公司 2013 年扣费后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的净利润率总共也就6.25%，属于典型的低利润率，高周转率生意，这类生意每一个点的利润率都至关重要。

项 目	报告年度	上年同期	增加额	同比增幅%
销售费用	80,651,254.18	54,663,319.44	25,987,934.74	47.54%
管理费用	342,548,926.01	196,956,060.41	145,592,865.60	73.92%
财务费用	62,532,360.34	10,133,013.00	52,399,347.34	517.12%
所得税费用	81,110,578.35	63,878,281.44	17,232,296.91	26.98%

这里还涉及一个问题，就是公司为什么会产生这么多的汇兑损失？首先是因为公司收入中，国外销售收入所占的比重占大多数（比如2013年公司外销部分的收入占总收入的80%），这里有个奇怪的问题，就是连接器产业向大陆转移是它发展的一个趋势，那么为什么销售收入却是外销更多呢？

经过与公司证券部门的沟通后了解到，虽然电子产品的制造中心在大陆，但大陆制造的大量产品其品牌却是外资的，并且这些产品也是销售到全球的。公司为了配合客户在法规和财务上的需要，在境外专门设立了境外的接单中心（香港联滔电子有限公司）并进行境外结算，由此体现为外销（据与公司在投资者互动平台上的进一步沟通了解，具体是外销还是内销以交易模式区分，如果是开增值税发票的交易算境内，以报关的进出口方式交易则为境外收入）。

因此公司的汇兑损失风险可能长期存在。

★公司的收购项目未能达到预期，甚至出现亏损而导致商誉计提减值

四、其他重要问题

电子制造业向来是个国际化程度很高的产业，另一方面它又是个人力密集型的生意。以2013年的数据为例，公司在职员工足有26000多人。另外据公司董事长在媒体采访中介绍，在公司的100名核心骨干层中，还有50名是中国大陆籍，有40名中国台湾籍还有10名外籍员工。可见，如何管理好这么庞大的员工队伍和国际化的管理团队，是公司经营中的一个重要问题。从日常管理来说，由于董事长王来春曾经在富士康工作过10年，因此她对于这种人力密集型的大制造业的管理应该是得心应手的。但令人奇怪的是，虽然立讯精密已经是国内连接器

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行业中规模最大和布局领先的公司，但它却还没有推出股权激励机制。这对于核心骨干层的稳定可能是一个隐患。相比之下，得润电子不但早早推出了股权激励，并且在 2014 年还向管理层定向增发了 3.1 亿元，增发的股票占总股本的 8.7%，显然立讯精密在公司的激励机制并未将管理层与公司长远利益更好的捆绑在一起。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点：

1）连接器的全球产能正在向中国转移，这是因为：

★全球 60% 以上的电子产品的产能在中国，并且中国的市场也是最大的。本地化供应链更贴近市场

★连接器中人力成本（生产 + 研发）占到总成本的 25%。中国的生产和工程师红利具有成本的比较优势

★连接器典型资本密集不断扩产的特质，国内的融资环境更便利

2）全球连接器 2012 年的销售额为 471 亿美元（近 3000 亿人民币），全球市场维持着 4% 的增速，目前中国占比 24% 左右。全球前五大厂商的市场占有率高达 41.4%（低差异化、规模效应突出，并且获取的客户和认证越多越容易获得订单），而目前中国前五大的市场占有率仅有 7.5%（2011 年）。

3）行业规律是下游的覆盖非常广泛，要求产品线非常的丰富和长尾（TYCO 居然有多达 50 万种产品，覆盖各个行业）。这一方面需要公司具有各个行业的开拓能力，另一方面也要求持续的研发持续的开拓新领域的产品线——从目前立讯精密的战略来看，就是向着这个方向在走。

★ 2012 年之前公司还基本上以 PC 领域的连接器为主，但从 12 年开始“其他连接器”开始连年高速增长，公司收购和设立了多家子公司，扩张产能并且进入消费电子、汽车电子等领域，并且已经获得苹果，华为，艾默生等知名客户。

4）立讯精密短期 1–2 年看苹果订单的高弹性，中期 FPC 和消费电子动力充足，远期还有服务器连接器和汽车连接器的蓝海布局，公司作为 Type–C 唯一参与标准制定的国内连接器厂商，有望在新连接标准推广时成为最大的受益者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	典型的大行业小公司，受益于连接器向大陆产能转移，未来技术升级和Type-c 标准的推广有望推动国内行业集中度的上升。
扩张的边际成本，轻资产	否，重资产型生意，扩张的边际成本高，需要持续不断的资本开支（资金和规模效益最终成为其优势之一）。
高客户黏度	具有较高的客户黏性，连接器占成本很小但对客户的电子产品质量影响较大，非定制化生产双方需协作紧密，获得优质客户认可时间长，客户轻易不愿更换供应商。
弱周期性	否，下游电子产品受宏观经济波动影响较大；此外目前大客户特征明显，受到客户产品更新周期的影响也较大，波动性明显。
强竞争优势	优质的技术和服务获取的高质量客户群是这个行业的竞争要点，立讯精密目前规模领先，但无对手不可企及的竞争优势。
管理层和治理	目前尚未实施股权激励。
R 特征	R<R'，未来总资产周转率还有明显提升空间（历史景气期间曾经达到 1.8 以上），业务结构中其他连接器的毛利高增速也高，未来占比提升将推动综合毛利率和净利润率上升；若 Type-c 推广顺利其利润率有明显提升可能，总体未来 ROE 依然具有较大提升潜力。
N 特征	竞争激烈且缺乏独特优势，因此难确定。如果 Type-c 的实施能巩固其领先优势并且推动行业集中度上升，则可能强者恒强。
g 特征	总资产增长可望保持较快速（需要不断增发扩张）。
总结	也是个典型的大行业小公司，企业技术进步和新连接器标准实施推动行业集中度上升，收购兼并推动扩张是常态，因此资本性支出高，现金流较差，但短中期业务的爆发力好弹性高，中长期成长空间较大。

3. 估值评估

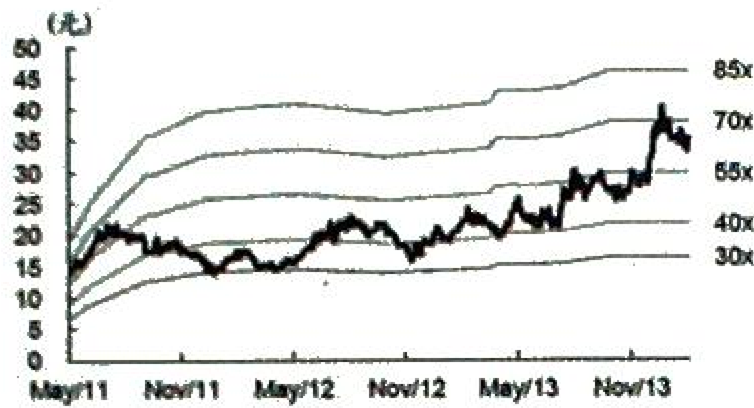
评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	价值创造初中期，业务可挖掘的领域还很多，公司总资产周转率还具有很大提升潜力。
	生意特征是否符合 DCF 三要素	否，重资产、资本性支出高、现金创造能力较差。
	盈利的确定性	较低，大客户订单影响巨大，收购兼并成功率不易预测，技术类公司竞争激烈长期低位也不容易确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估项目	具体内容	基本评估
溢价折价定性	不属于经常性溢价品种。	
市场参照体系	电子类精密制造业在A股往往具有溢价，这其中合理的一方面在于这个产业确实是个空间很大，增长弹性也很高的行业，大陆公司也具有一定的比较优势。但站在长期持有的角度，高估值一定会在未来成为拖累收益率的重要原因，因此比较适宜中期投资，更适宜在市场普遍杀跌状态时介入。从参照上来说2012年依然是个很好的参照点，一方面2012年是创业板杀跌的末期，另一方面当年公司收到苹果订单影响利润接近无增长，这个时点的估值水平有可参考性（见下表以及券商的统计图）。	

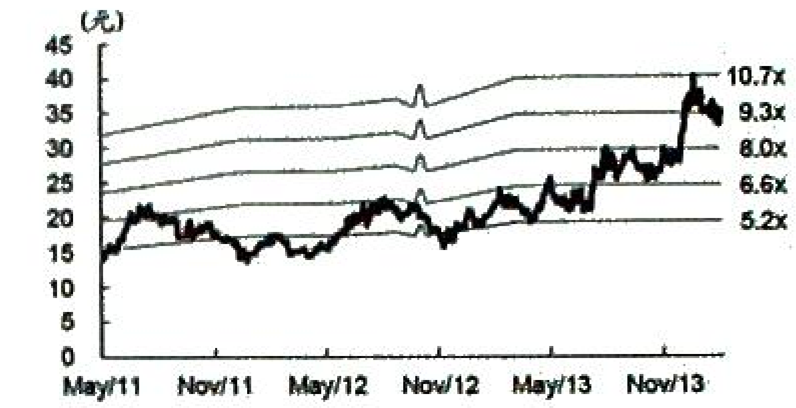
	2010	2011	2012	2013
年收盘价	55元 Eps0.82 净资产9.43	34.9元 0.99 7.05	27.7元 0.72 5.62	33.4元 0.62 4.23
市盈率	67	35.25	38.47	53.87
市净率	5.83	4.95	6.84	7.9

立讯精密历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

立讯精密历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　劲嘉股份案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况：

基本情况	简单介绍
公司业务范围	公司创立于 1996 年 10 月 14 日，2007 年 12 月 5 日在中国 A 股中小板上市，2008 年 5 月成为中小板指样本股。公司主营业务定位为高端包装印刷品和包装材料的研究生产，主要产品是高技术和高附加值的烟标、高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。
业务结构	2013 年末公司营业收入总额 20.99 亿元，其中烟标收入 18.69 亿元，毛利率 41.1%，占营业比重为 89%。在营业收入中有 1.24 亿的内部交易抵消，主要为采购子公司的镭射包装材料等，因此烟标占营业收入实际比重超过 90%，并且毛利率最高。所以烟标产品为其唯一重大产品。
上下游及销售模式	公司上游为镭射包装等原材料公司，行业龙头通过兼并原材料厂商实现内部采购率的提升，此举有助于公司毛利率的提高。目前公司内部采购率还有较大提升空间。公司下游为各大卷烟厂商，市场较为封闭，公司销售模式为直销，大客户特征明显。
实际控制人	董事长乔鲁予，持有公司 37.77% 股权，公司于 2013 年实施了股权激励方案
机构持股占比	截至 2014 年 9 月 30 日的机构持股占比约为 40%
近年分红增发情况	公司分红比率不稳定，2011 年分红占当年净利润的 57%，2012 年约为 30%，2013 年只有 13.5%

2. 基本生意特性：

	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
营收增幅	+12.56%	-0.73%	-6.44%	+13.66%
毛利率	41.05%	39.91%	37.83%	38.42%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
三项费用率 销售费用率 管理费用率 财务费用率	15.25% 2.53% 11.45% 1.27%	17.4% 3.18% 12.14% 1.8%	15.08% 3.34% 10.36% 1.37%	13.45% 3.56% 9.18% 0.71
扣非净利润增幅	+22.62%	+9.14%	+13.24%	+27.38%
资产负债率	18.75%	31.96%	37.7%	32.6%
应收账款占收入		29.96%	25.09%	21.73%
净运营资本	6.5 亿	6.4 亿	3.44 亿	7.49
固定资产占总资产比重	28.13%（半年报数据）	19.26%	21.23%	24.57%
净资产收益率 净利润率 总周转率 财务杠杆	13.59% 26.77% 0.38 1.4	18% 23.22% 0.48 1.66	19.57% 21.6% 0.55 1.76	19.39% 19.94% 0.64 1.79
总资产增长率	+2.03%	+4.46%	+24.5%	-7.18%
经营性现金流／净利润	0.96	1	1.45	1.41

★劲嘉股份的主营业务是烟标，下游是烟厂，从过去几年营业收入来看几乎停滞，这说明行业的内生性增长动力不足。但 2014 年收入增速有所增长，其可持续性值得关注。在另一方面，虽然过去几年收入增幅很小，但净利润却保持了两位数的增长。这其中一方面是由于毛利率有所提升，另一方面应也与其投资收益的增长有关。投资收益的数据未显示在本表格内，后面将会有所分析。

★从三项费用率情况来看，它耗费在营销和市场销售上的费用很小，这与烟标市场较为封闭的特点吻合。另外，这也是其大客户模式下的必然财务特征（2014 年半年报中前五大客户收入占比接近 70%）。

★公司的毛利率中高，但净利润率水平很高，并且在近几年呈现明显提高的趋势。这可能是毛利率、投资收益还有内部采购比例加大共同作用下的结果。从其生意特征来看，应该更倾向于高利润率、低周转率类生意。这类生意的优点是客户黏性较大，挑战是看能否不断扩大销售规模。

★公司的净运营资本较高，其中应收账款占收入比重较大是主要原因。但从历史来看，其经营性现金流的情况却不错，基本上当期的经营性现金流净额都能超过净利润额。从现金流量表来看，主要是每期的“提供劳务、销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售商品收到的现金"都大大高于"接受劳务和购买商品支付的现金"。高利润率、较好的经营性现金流，预示着这个生意的稳固较好。

★公司的资产较重，但似乎产能不是主要问题（因为无频繁增发，总资产的增长也很小，表明固定资产投资额度小）。结合其业务发展情况来看，并非是烟标的扩张不需要设备厂房的建设，而是这个行业自我积累扩张很困难，增长的主要途径来自于收购兼并。

★公司的净资产收益率状况较高，并且财务杠杆不大。这主要是高净利润率的贡献。未来如果它的内部采购率加大，净利润率还有一定提升空间。如果加强兼并，也有较大的资产负债率提升空间。因此两者结合来看，其ROE应该还有明显的上升空间。

二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

烟标印刷行业的下游是香烟制造和销售企业，中国是世界上最大的烟草生产和消费国，据统计吸烟总人数达到3.58亿，约占世界吸烟者总人数的30%。我国每年的烟卷生产量约为1.7万亿支，占全球总生产量的43%。庞大的烟民数量为烟草行业提供了稳定的需求支撑，2013年前11个月，行业销售卷烟量比2012年同期增长约1.16%。虽然2014年国家开始出台相关禁烟措施，但吸烟具有很强的消费习惯性，其消费的需求很难大幅下滑。从历史来看，我国2002年便签署了《烟草控制框架公约》，但8年来我国的卷烟产量却增长了近50%，人群的吸烟率为28.1%。这一数字同2002年的28.2%基本没有改变。另外，烟草行业上缴的利税占国家财政的比例近十年来都稳定在6%左右，是国家财政收入的重要来源之一，因此行业的稳定也符合政府利益。

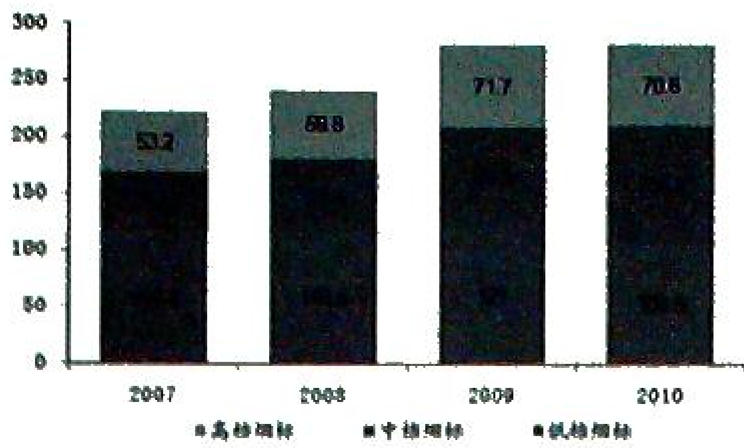
（不过整个烟草消费的市场容量已经没有什么增长潜力应该是不争的事实。长期来看，越来越强的控烟措施也是可以预见的，总体来看我国烟草消费中长期呈现稳中缓慢下滑的态势概率较大。）

据行业信息披露，我国当前的烟标行业市场规模为300亿元左右。国内最大的烟标生产企业市场份额尚不足10%，前五家的市场份额不到30%。目前占据整个市场70%份额的厂商中有不少是卷烟企业自办的下属烟标生产企业和地方

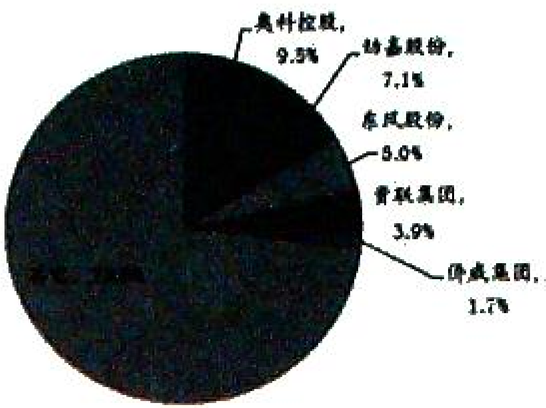
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的烟标小厂商。

烟标行业市场容量（亿元）



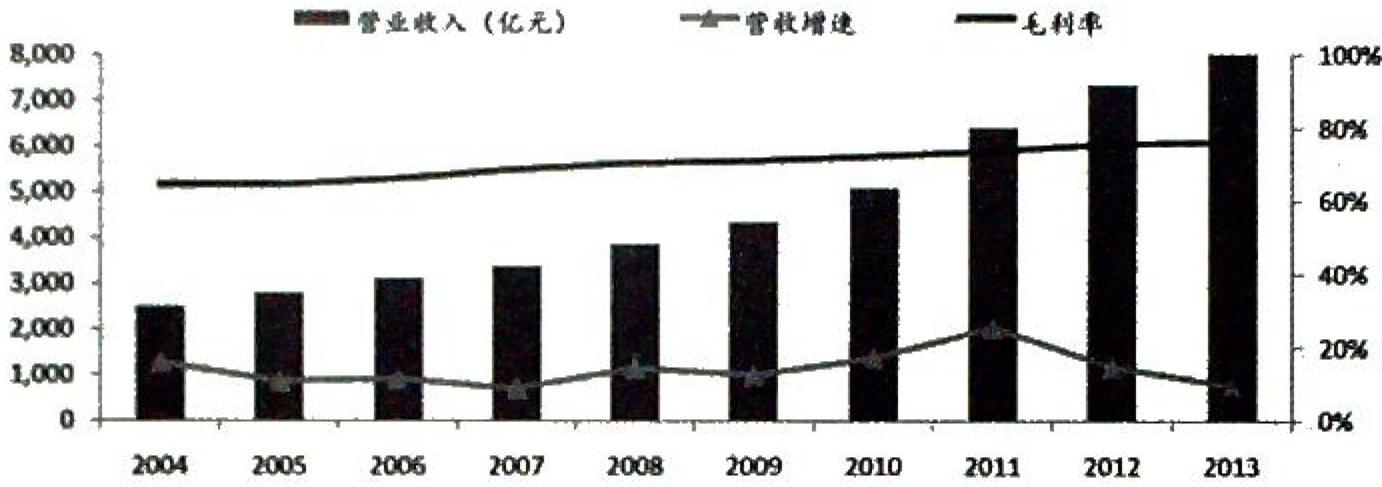
烟标行业市场格局



来源：东风招股书、国金证券研究所

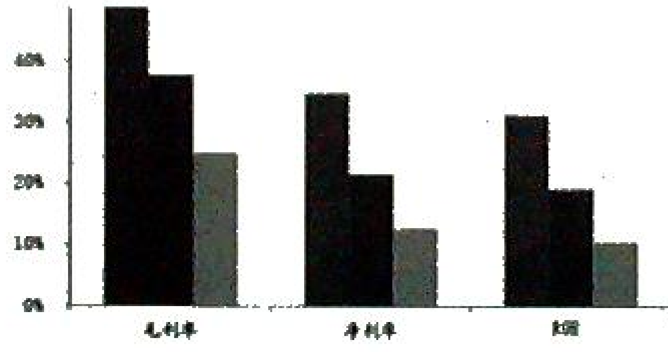
烟草行业因为是垄断经营，本身是典型的暴利和非市场化行业。烟标印刷是烟草行业的服务性子行业，烟标占烟草的成本比重很小（不到 3%），但本身又承载着不同烟草市场营销和品牌的视觉化表现，因此烟标行业也呈现出极高的盈利能力，无论是毛利率还是净利润率都很高。

尽管卷烟制造行业增速趋缓但仍保持增长且毛利率极高

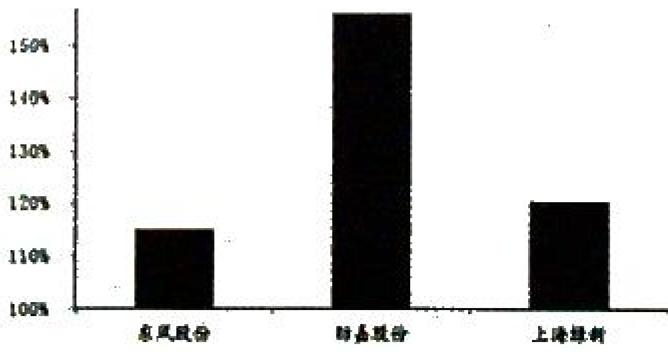


资料来源：国海证券研究所

烟草包装企业盈利能力强



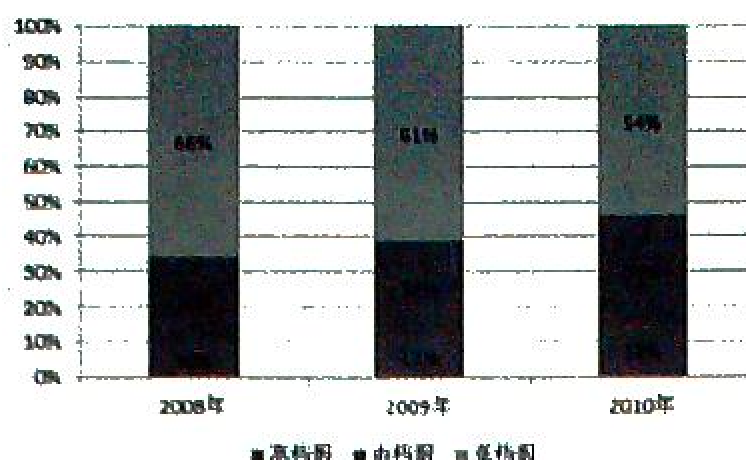
烟草包装企业盈利质量高（2012 年）



来源：公司财报、国金证券研究所

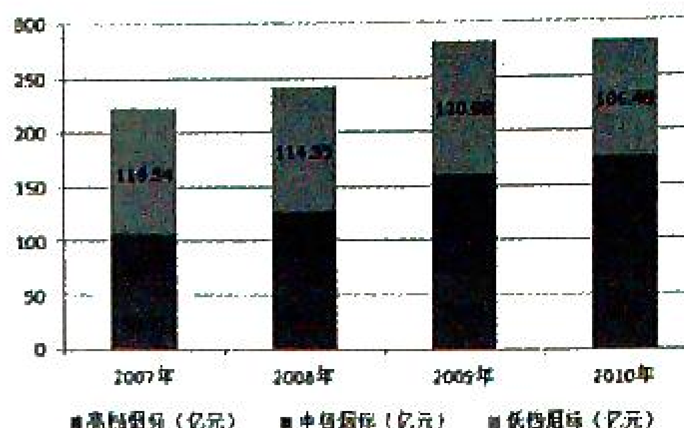
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中高档卷烟销量占比不断提升



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

中高档烟标市场规模快速增长



资料来源：招股说明书、国家统计局

另外烟标市场的另一个特点是中高端烟卷的销量不断提升。根据公司招股说明书的资料，2007 年我国的高档烟标市场容量约为 53 亿多元，中档烟标市场容量也大约为 53 亿。但到 2010 年，高档和中档烟标的市场容量分别增长到 70 多亿和 105 亿。其增速显著高于烟标整体市场的增长。中高端烟标未来占市场的份额还可能进一步提升，这对于烟标行业的龙头企业而言是个好消息，因为优质大卷烟厂更倾向于与烟标行业的龙头公司合作。

（然而烟标市场毕竟是服务于卷烟市场本身的，从大的方向来看整个烟标市场的空间没有什么大的潜力了。对于烟标企业来说，进一步的提升市场占有率才能获得成长。）

2. 竞争格局及优势

前面的资料已经介绍了整个烟标市场比较分散，劲嘉股份占市场份额大致在 7% 左右。卷烟企业比较重视外观设计，特别是防伪功能，因此烟标制作过程中具有一定的技术含量。除此以外烟厂也对烟标企业的运输、储藏等各个方面有严格的要求，烟标还必须适应烟厂的高速包装机。这些都要求烟标厂商必须具有较高的技术和服务能力。当然这并非什么高深的难以突破的技术壁垒，真正重要的其实还是比较紧密的客户关系。这种客户关系维系的关键因素，可能是非技术因素或者商务因素的，毕竟烟卷行业是个比较封闭的市场，对这里的细节外人难以窥见。

总之目前的状况就是通过正常的商务和技术竞争，似乎自我经营不断扩大市场份额是比较困难的，因此并购是公司成长的一种重要方式。劲嘉股份目前的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场占有率靠前，近几年公司通过产业并购不断在重点区域布局。目前在云南、贵州、川渝、江西、江苏的子公司的烟标基本涵盖了国内烟草行业的规模品牌。公司的客户资源比较好，在全国 18 家烟草工业公司里由劲嘉股份提供服务的占了绝大多数，其产品主要集中在中高端。公司前五名客户的销售金额占到年总销售收入的 68%。

总的来看劲嘉股份在行业内规模较大，客户资源也较好。但说不上什么特别的竞争优势。这个行业最重要的特点在于客户轻易不太更换烟标供应商，这使得获取客户较为困难，所以收购兼并成为公司成长的关键因素。

3. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

从市场需求的变化来说主要有三件事情比较有影响。第一是烟草行业本身的兼并重组非常活跃，据统计烟草行业的厂商数量已经在过去 10 多年里从 123 家下降到 16 家。烟草厂商的做大做强，为优质的烟标企业提供了更多的市场机会。

烟草行业进入跨省整合时代

	时间界限	主要特征	基本目标	烟厂数量
第一步	2002–2003	关停破产小烟厂	调整年产 10 万箱以下的小烟厂	123
第二步	2003–2005	兼并重组（大型强势企业兼并中型弱势企业）	调整年产 10 万–30 万箱的中型烟厂	44
第三步	2005–2007	联合重组（大型强势企业之间的调整）	原则上省内组建一家大型企业集团	31
第四步	2007 至今	跨省联合重组	以参股等方式组建具有国际竞争力的超大型企业集团	16

资料来源：国家烟草专卖局、东方证券研究所

另一个事情是根据《国家烟草专卖局、中国烟草总公司关于印发烟用物资采购管理规定的通知》等文件的规定，自 2011 年起各烟厂已经逐步对大部分原材料采用公开招标的方式进行采购。这种采购阳光化的趋势，显然对于技术和规模领先的烟标厂商有利。因为烟标成本卷烟成本很低，但其品牌的视觉化表达和防伪功能对于烟厂很重要，小烟标企业的价格优势在大烟厂的阳光化采购中是没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争力的。

最后一个重要的因素是国家烟草专卖局关于“主辅分离、辅业改制”相关政策的推进对市场的影响。由于目前占据市场70%份额的烟标公司中很多都是烟厂下属设立经营的，如果主辅分离的政策执行到位，那么也可望加速市场集中度的提升，为优质的烟标龙头企业提供较大的增长空间。

时间	“主辅分离、辅业改制”、“国有企业职工持股退出”相关政策
2002年	中央开始在国有大中型企业中推行“主辅分离、辅业改制”的改革政策
2005年10月	国资委等三部门联合提出《关于进一步规范国有大中型企业主辅分离辅业改制的通知》，启动了国有企业主辅分离的进程。
2007年12月	国家烟草专卖局要求省级以下烟草公司原则上不进行新的多元化项目的投资。通过关停并转、整合重组多元化企业剥离不良资产，保值增值。
2008年4月	国家烟草专卖局发文表示，要全面剥离不是很在行、不是很优良、不和主业密切相关的企业
2008年10月	国资委出台了《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，继续强调国有大中型企业主辅分离辅业改制，并设立不符规定的国有企业股权退出时间表为1年。
2011年4月	姜成康在“十二五“时期暨”整合优化“阶段的工作部署中明确提到了”着力整合存量资产，优化资源配置“的要求。
2011年底	国家烟草局内部文件要求2012年6月30号之前职工持股从三产企业里退出

资料来源：国家烟草专卖局、东方证券研究所

从市场层面来看，最重要的影响因素还是主辅分离，但这一政策的执行情况目前来看并不到位。如果未来执行层面加强的话，可望为领先的烟标公司提供大量的可收购对象，进而提升市场占有率。

另外从产品角度来看，除了传统烟标和包装业务外，最值得注意的一点就是电子烟。电子烟曾经火过一阵子，但因各方面条件不成熟很快在国内市场沉寂下去了。不过在海外欧美市场，电子烟却呈现出蓬勃发展的势头。据一些资料显示，美国电子烟零售增速接近100%，一年销售额达10亿美元。根据2011年CDC电子烟调查数据，在美国，每五个成年吸烟者中就有一名尝试过电子烟。根据ASK2013年调查，英国11%的吸烟者表示正在使用电子烟，另有24%表示曾经使用过电子烟。国内市场目前尚未启动，但在2014年初的全国烟草的工作报告中首次提到了“要把握国际烟草市场发展趋势，高度重视加热不燃烧烟卷、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，并将其作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题。国家局已成立由主要领导为组长、各位局领导为副组长的新型烟草制品领导小组，统筹新型烟卷的超前谋划、系统设计、重大专项和有序推进工作”。这可能预示着我国电子烟市场正处于启动的前夜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2014 年 3 月 5 日，劲嘉股份与深圳合元科技签署了成立合元劲嘉电子科技有限公司的合作协议，主要从事电子烟的生产和销售。合元科技目前是全球最大电子烟生产商，目前有三个工厂和万名工人，2012 年公司销售额约为 10 亿人民币，09–12 年公司的复合增速达到 80%。但合元科技的销售主要都是国外市场。合资公司注册资金 1 亿元，劲嘉占 51%，并指派董事长。未来合资公司将主要负责国内的电子烟业务，合元科技指派总经理，负责产品的研发和生产并授权其使用自己掌握的专利技术。两者可谓是优势互补。

电子烟目前考虑财务贡献多少显然还为时过早，2 年内可能这部分都不会对业绩构成明显得增厚。但对于劲嘉股份这种利润丰厚，业绩比较稳健但主业长期发展前景平淡的公司来说，其实短期增厚 10–20% 的利润反而不是最重要的，它最需要的是想象空间，而电子烟无疑提供了一个很好的素材。长期来看，电子烟的健康、符合环保概念并且口味持续改善等特点，很可能会在烟草市场占有一席之地。我国的烟草销售额达 1.2 万亿，电子烟的替换率如果达到 3% 就是 350 亿以上的市场空间。当然作为新生事物，这块市场到底如何需要慢慢看。并且同样一个概念，放在不同的性价比上效果也不同：同样是电子烟概念，如果在 30PE 的时候说，那就需要更多的证据。但在 15PE 说的时候，它只要是一个有吸引力的可能性就可以了——这正是低风险，高不确定性的特点。

2）成本费用端

从市场需求方面的驱动和产品更新换代来看，劲嘉股份有一定的改善前景（不包括电子烟，那是重大的正面不确定性因素），但总的来说驱动力有限。好在它同时在成本费用端和外延并购端有强化的驱动因素。

这里先说说成本费用端。劲嘉股份的毛利率和净利润率已经算是很不错了，这是中高端烟标这行比较吸引人的方面。但如果与同行东风股份的毛利率 53.6%、净利润率 40.3% 相比，分别还低 13.7 和 17.1 个百分点。也就是说如果以 2013 年末的数据为准，劲嘉股份如果达到近似东风股份的盈利水平，其毛利率和净利润率还可以提升 34.3% 和 73.6%！如果做到这点，那么即便收入不增长，其净利润也可以提升近 80%。

（那么这种利润率的差别原因何在呢？其中一个非常大的原因就在于，东风股份率先完成了向产业链的上游整合，包括上游的纸品、PET 基膜和油墨生产等，这使得其在原材料和生产成本上获得了最佳效益。）相比之下，虽然劲嘉股份在刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市的募投项目中就包含了对其上游原材料公司中丰田光电 60% 股权的收购，并且在 2013 年进一步又收购了公司剩余 40% 的股权，但过去几年一直没有很好的落实内部采购，截至目前的内部采购率也远比东风股份要低，这可能与过去几年大股东和二股东的控制权之争有关系（后面谈）。

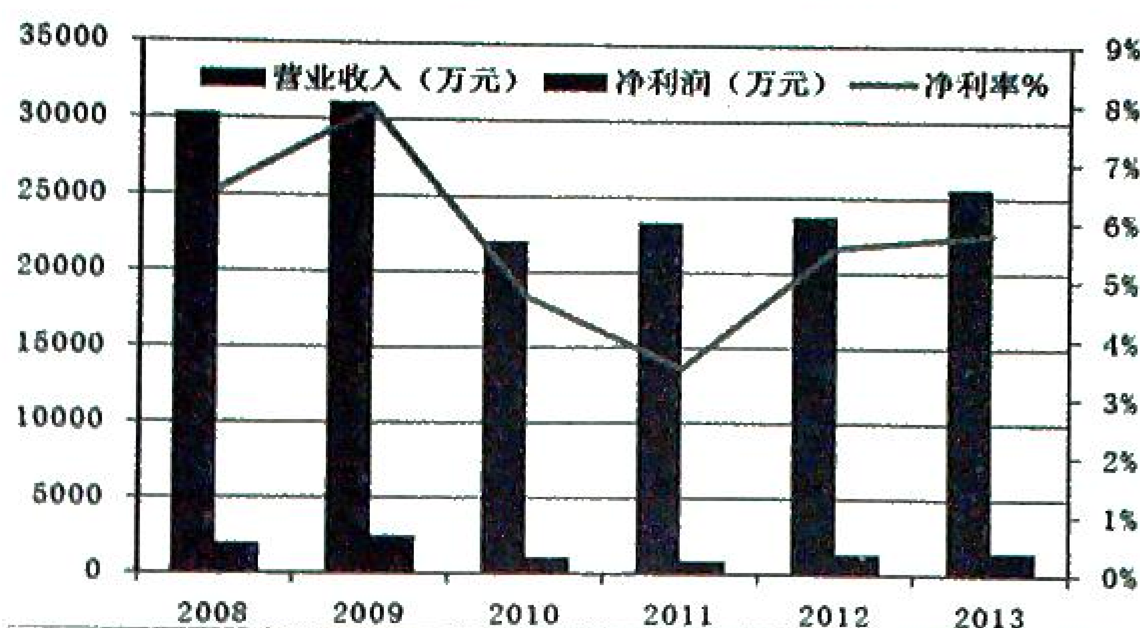
这个方面有一个比较粗略的指标可以对比一下，就是将东风股份和劲嘉股份财务各自的“内部行业抵消”与“烟标营业收入”进行一个对比。因为他们对下属公司的原材料采购，是算在“内部行业抵消”中的（下属子公司销售原材料的收入，不能重复计入合并公司的报表，所以必须用内部抵消的方式从合并报表中扣除），用这个数字除以公司的烟标总收入就可以大致评估出两个公司在原材料内部采购上比重的不同，进而对毛利率和净利润率巨大差异的原因有所了解。以 2013 年末的数据为准：

	劲嘉股份	东风股份
烟标收入	18.69 亿	15.79 亿
内部抵消金额	1.22 亿	5.25 亿
内部抵消占比	6.52%	33.24%

可见，两者在内部采购的比重上相差巨大。这一方面说明东风股份在原材料和生产成本的运营控制上更加合理和领先，另一方面也说明劲嘉股份在成本端还有不小的提升空间。考虑到与二股东的争斗已经结束并且公司也正式推出了 3 年的股权激励计划（后详），放着白给的利润率不去提升，可能性确实不大，所以成本端的较大下降空间和很高的执行概率，为至少未来 1–2 年的业绩增长提供了一定的保障。即便是在收入缓慢增长的情况下，其业绩也有很大概率可以明显超越收入的增幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部采购率将提升（子公司中丰田营收）



来源：国金证券研究所

从子公司中丰田光电的营收来看，自2010年见底后也已经有了回升的趋势。这里注意到，中丰田2013年的营业收入高于合并报表中的1.22亿。据一些券商报告的调研报告披露，2013年末之前公司的镭射膜、烫金膜、介质膜、镭射纸等原材料还是外部采购为多，向中丰田的采购比例还不大，而中丰田的收入中也有很多是对外销售的。未来要注意中丰田的营业收入与公司内部抵消额度的契合度，并且结合毛利率的变动趋势，以便综合判断公司在成本端的执行情况。

4. 产能及外延端

劲嘉股份的产能不是主要问题，对于这种靠自我积累发展很缓慢、市场格局高度分散的行业来说，收购兼并是一种比较常规的增长方式。劲嘉股份在历史上的外延式增长比较积极，见下表：

公司收购股权时间一览

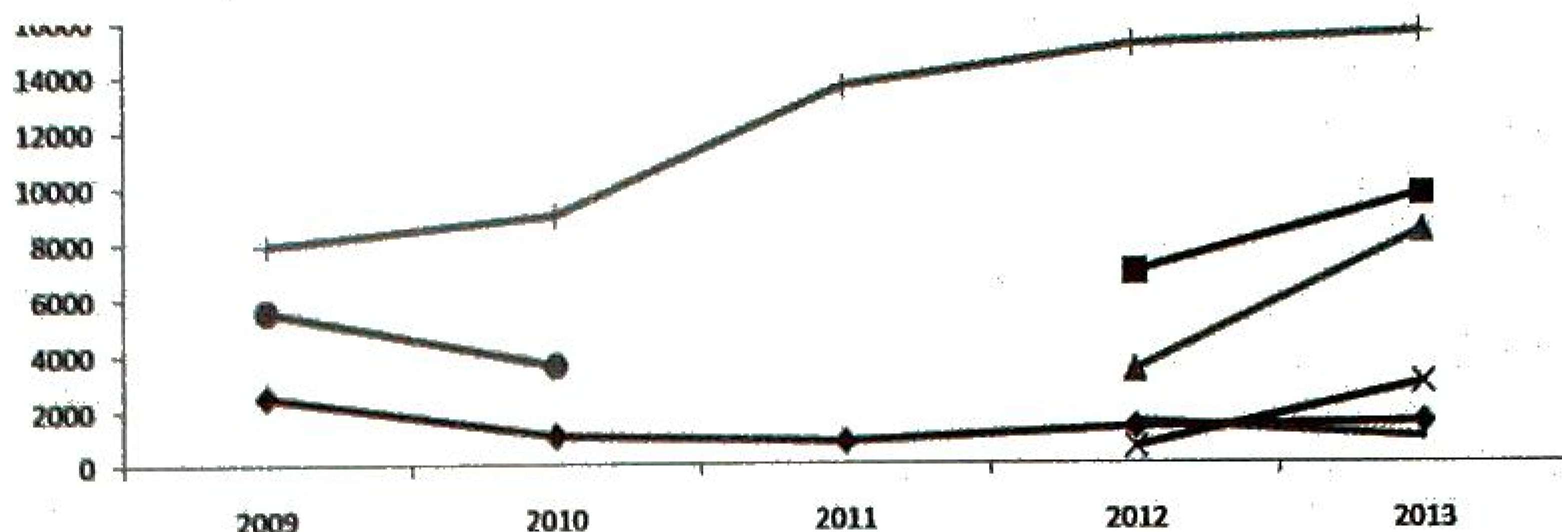
并购时间	交易标的	对价(万元)	方式	PE	标的方所属行业
2013	中丰田光电40%股权	6,800	现金	12.0	镭射产品制造
2013	宝声印务9%股权	6,610	现金	8.7	包装印刷、广告
2012	江苏顺泰49%股权	38,000	现金	8.4	新型薄膜研发、包装设计制作
2012	青岛嘉泽30%的股权	7,250	现金	8.5	烟膜
2012	江西丰彩52%的股权	12,000	现金	4.5	包装装潢印刷
2012	宝声印务57%股权	28,500	现金	7.8	包装印刷、广告
2009	潮州天升29%的股权	11,832	现金	7.9	包装印刷
2008	安徽安泰49%股权	32,574	现金	9.4	新型包装材料

资料来源：公司公告，国海证券研究所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这其中重庆宏声、江苏顺泰及青岛嘉泽都体现为投资收益，其他公司并入合并报表。历史上公司对外的收购价都比较低，收购后的效益也较好。以投资收益为例，2011 年的投资收益只有 100 万左右，之后几年分别为 6900 万、6800 万、7600 万，14 年预计可达到 8500 万。对外兼并的增长一方面来自收入增加，另一方面也来自对收购对象的管理提升。比如对重庆宏声在收购后加强了管理和成本控制，2012 年重庆宏声净利润率约为 12%，2013 年达到了 17.5%，按照劲嘉的利润水平来看未来可能还有一定的提升余地。

标的公司净利润（万元）



数据来源：国海证券研究所

2014 年末，公司又出手收购了江苏顺泰剩余 51% 的股权，预计这又将增加 4000 万左右的净利润，这相当于公司 2013 年总利润的 10%。同样在 2014 年末，公司又增资贵州瑞盐（贵州瑞源原为贵州盐业集团全资子公司，主要业务为食盐包装采购供应及资产管理。贵州瑞源背靠贵州盐业集团，拥有良好的国资资源），涉足盐业包装业务。这笔投资虽然短期财务贡献有限，但收购价格非常低廉（对应其 2014 年 PE 只有 3-3.2 倍。贵州瑞源本身还拥有贵州劲瑞 50% 股份，在贵阳工业园拥有约 100 亩土地，土地购置成本 2400 万元）。未来以此为立足点渗透盐业包装领域，可更好地实现公司“做大做好烟标主业、强力推进产品 / 产业转型”的战略目标。

此外考虑到目前公司的资产负债率不到 30%，资产负债表优秀，经营性现金流净额充沛，再加上公司控制权之争已经尘埃落定，股权激励正式推出，行业大环境的主辅分离政策也让占市场份额近 50% 的烟厂下属烟标小公司更容易被收购，因此无论是从客观条件还是主观愿望来看，劲嘉股份的收购拉动增长的路径都可以进一步延续甚至加强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、主要风险

★收购对象质量低，不但未创造价值反而拖累业绩
★在原材料采购上依然无法做到很高比例的内部采购，利润率无法提升
★国家的控烟措施超预期的严厉，对烟厂和烟标业务造成打击
★大客户特征明显

单位：元

客户名称	主营业务收入	占公司全部营业收入的比例
安徽中烟工业有限责任公司	346,212,530.14	28.96%
云南中烟物资（集团）有限责任公司	173,923,517.76	14.55%
贵州中烟工业有限责任公司	113,203,414.96	9.47%
川渝中烟工业有限责任公司	92,013,873.67	7.70%
江苏中烟工业有限责任公司	81,936,784.96	6.85%
合计	807,290,121.49	67.53%

以2014年半年报为例，前五大客户销售额占收入比重达到67.5%，其中安徽中烟一个的占比就达到28.9%。这样的客户集中度如果在别的行业已经构成高危了，业绩的极大波动几乎是不可避免的。但烟标这行目前来看一方面下游需求比较稳定，大起大落情况很少。另一方面烟厂与烟标供应商有长期比较紧密的合作关系，一般也不轻易更换供应商。因此目前也只是作为一般性风险，暂不作为高危的因素。

四、其他重要问题

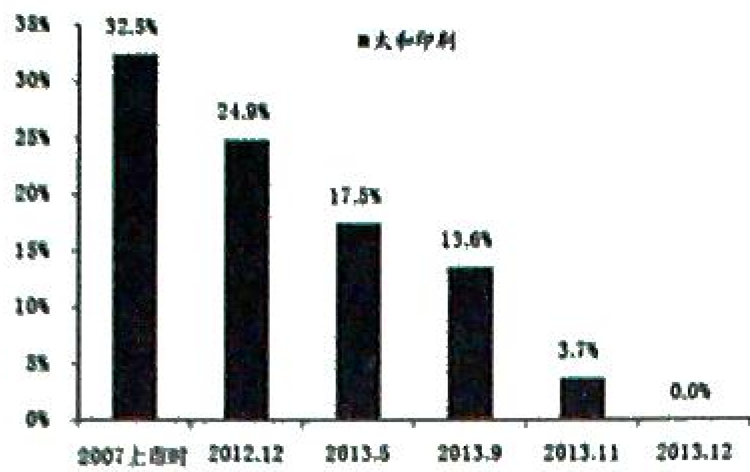
1. 管理改善因素

在公司成立之初，大股东占公司总股本的33.8%，第二大股东太和印刷持有8685万股，占总股本的32.5%，两者的股权比例相当接近。在随后的几年里，由于控股股东与第二大股东在经营理念和控制权方面存在分歧和不和，导致公司很长时间内运营发展都受到干扰。但目前来看这种控制权之争已经尘埃落定，随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

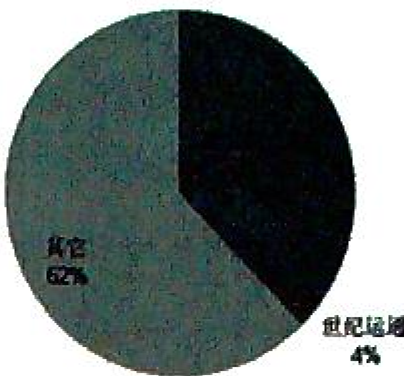
第二大股东连续几年的大幅度减持，截至 2013 年末二股东已经完全退出了公司。大股东已经完全掌控了控制权，从 2014 年开始，困扰公司的控制权之争终于尘埃落定。

二股东已完成退出



来源：国金证券研究所

公司股权结构



在大股东恢复了控制权之后，紧接着就推出了股权激励。2013 年底公司向 69 名高中层管理人员、核心技术和业务人员推行了股权激励，股票总数为 1465 股，占公司总股本 2.28%，价格为 9.3 元（方案公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 50%）。公司 2011–2013 净利润平均增速为 16.55%，而据行权条件对比，激励要达到行权条件，需要未来三年扣非后净利润以后的复合增长率也需要达到 17%。

股权激励行权条件

	业绩考核目标	
	净利润增速（以13年为基数）	ROE
第一个解锁期	14年净利润较13年增长不低于20%	11%
第二个解锁期	15年净利润较13年增长不低于40%	12%
第三个解锁期	16年净利润较13年增长不低于60%	13%

上述两个变化，可以认为公司的治理情况向着有利的方向迈出了一大步，从而为公司发挥各种手段创造价值打开了大门。

2. 历史被处罚事件

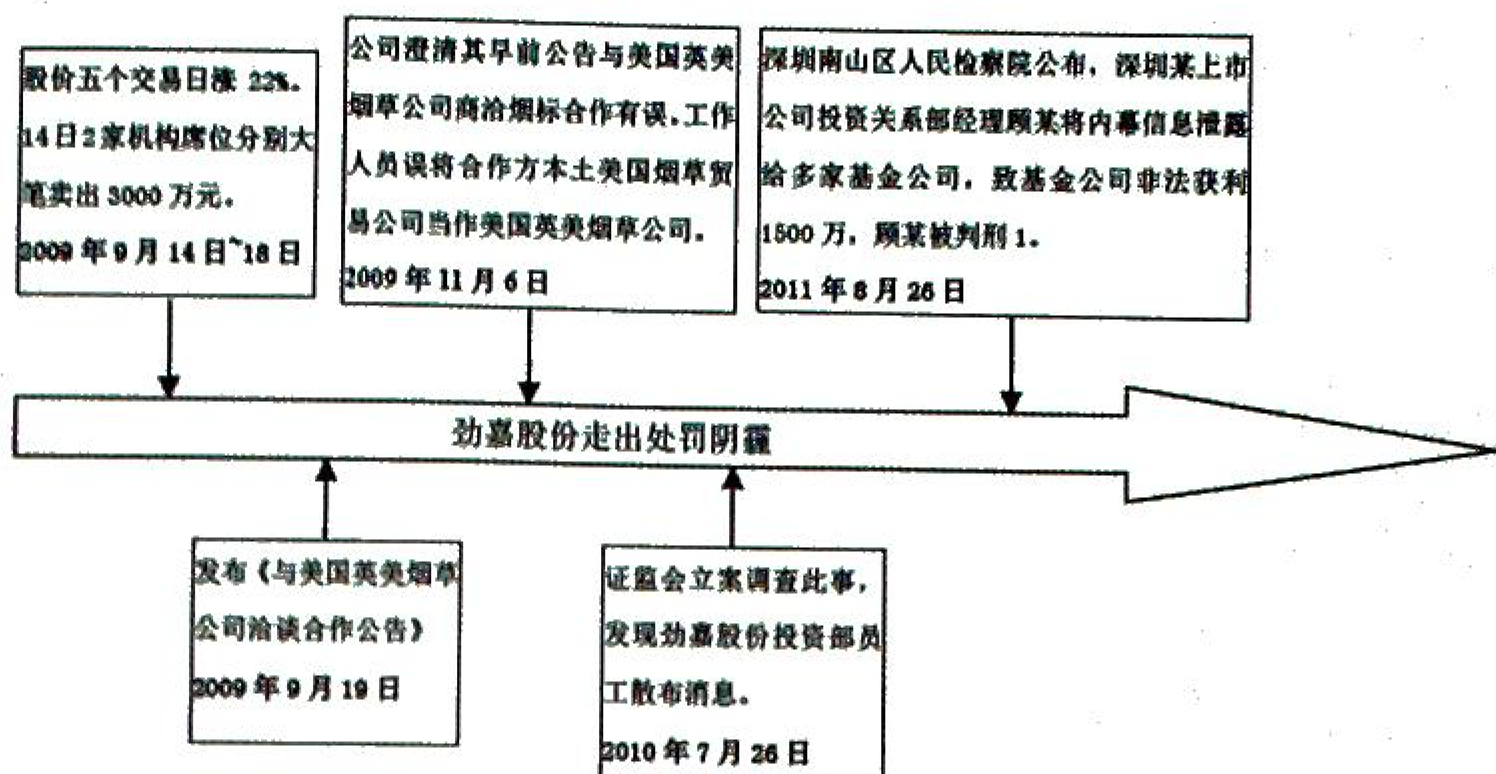
值得注意的是，劲嘉股份曾经发生过内幕消息泄露导致受处罚的事件。虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个事件看起来主要是投资关系部经理的个人行为，但既然发生过这种历史也就需要对公司的置信程度有所保留。

劲嘉股份受处罚事件时间轴



五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）公司控制权之争已经尘埃落定，大股东掌控经营并且高管的股权激励推出，让公司在主观上出现做好公司的愿望。

2）烟标行业总量呈现缓慢下滑前景，所以必须寻找能明显提升利润率或者能通过兼并收购的外延扩张的对象，劲嘉股份恰好两个方面都符合要求。

3）公司不属于典型的长期成长型企业，但是从中期来看估值便宜，基本面又具有向上的一些趋势，此外还具有电子烟这个可能的概念，显示出了低风险高不不确定性的特征。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	成长空间小，外延式增长还能提供一定的增长余地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估项目	基本评估
扩张的边际成本，轻资产	否，重资产，主要靠收购兼并扩张。
高客户黏度	市场较为封闭，烟厂轻易不愿更换烟标供应商。
弱周期性	行业的周期性不明显，下游的卷烟行业消费平稳，受经济周期的影响也不大。
强竞争优势	谈不上什么特别的竞争优势，业务规模领先、优质客户覆盖广、资产状况较好，有利于收购兼并目标的执行。
管理层和治理	与以往对比，公司的治理有望得到大幅改善。
R 特征	ROR 较高，未来净利润率和资产负债率还有较大提升余地，ROE 总体高且相对稳定。
N 特征	行业需求持久且封闭，竞争格局不易大变，ROE 的可持续性较强。
g 特征	行业需求不旺盛，虽是重资产但扩张主要靠收购等外延性增长，直接资本性投资较少，总资产增长弹性低。
总结	劲嘉股份主业的长期增长空间有限，也并不拥有出类拔萃的竞争优势，虽然短中期来看其内部经营具有明显的改善因素，但本质上不属于高价值企业，因为这些有限的改善因素到位后其持续创造价值的能力弱，外延式扩张和全新电子烟业务的不确定性很大。但短中期来看估值低，基本面具有明显改善，新业务的可能性完全是赠送的，具有一定的低风险、高不确定性特征。

3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	主业成长空间有限，持续创造价值能力弱。
	生意特征是否符合 DCF 三要素	否，重资产、资本性支出高，但经营性现金流较好。
	盈利的确定性	短期内部经营改善，业绩稳定增长概率高。中长期新业务不确定性很大。
溢价折价定性	不属于经常性溢价品种，但 ROE 较高且业务较为稳健，其比同样价值阶段的一般制造业估值应有相对溢价。	
市场参照体系	经统计 2011 年 -2013 年其估值区间大体在 20 倍以上（以年底价格对照当年每股收益），市场乐观区间可达 25 倍以上。但最低价位也曾出现过 10-15 倍市盈率，这其中既有市场波动因素，也与公司内部股权争斗影响市场评价有关。考虑到短中期基本面持续改善，业务稳定性较高且 ROE 较高，2014 年末的当年业绩 15PE 和 2.5PB 左右的估值具有较高的赔率。	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2014/1/28	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
东风股份	601515	27.48	1.07	1.29	1.56	25.58	21.25	17.64
上海绿新	002565	23.49	0.47	0.64	0.87	49.64	36.49	26.99
恒丰纸业	600356	5.43	0.36	0.42	0.33	15.16	12.93	16.45
盛通股份	002599	12.55	0.24	0.31	0.63	53.16	40.48	19.92
东港股份	002117	21.29	0.34	0.44	0.63	62.69	48.28	33.77
万顺股份	300057	12.43	0.31	0.46	0.81	40.65	26.97	15.37
算术平均		17.11	0.46	0.59	0.80	41.15	31.07	21.69

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	2152	2137	2648	3099	3620
同比增长	-6%	-1%	24%	17%	17%
营业利润(百万元)	540	566	690	813	984
同比增长	0%	5%	22%	18%	21%
净利润(百万元)	433	477	573	673	814
同比增长	11%	10%	20%	17%	21%
每股收益(元)	0.67	0.74	0.89	1.05	1.27
PE	22.7	20.6	17.2	14.6	12.1
PB	4.2	3.4	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 海利得案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况

基本情况	简单介绍
公司业务范围	海利得的业务主要是涤纶工业用丝和灯箱用布，前者属于化学纤维中的合成纤维，广泛应用于多个行业。涤纶工业用丝分为普通丝和差别化丝，其中后者的技术壁垒更高，代表未来的发展方向。灯箱布材料有 PVC 材料和网布组成，中国市场百分之 95% 的大型彩色喷绘灯箱都使用灯箱布作为底料。
业务结构	截至 2014 年底，涤纶工业长丝依然是公司营收的主力军，占到 62% 左右的收入，其次是灯箱广告材料，占到 20.3%。装饰膜和帘子布的合计收入占比也已经达到近 15%。
上下游及销售模式	公司上游是各种化工原材料，涤纶工业用丝下游广泛分布于输送带、胶带、帆布、广告灯箱布、建筑用纺织建材和汽车应用领域等。另外海利得的收入中 70% 来自国外。公司未介绍具体的销售模式，但从其产品特性和经营数据来看，比较像通过经销商模式销售。
实际控制人	公司实际控制人高利民，持股占总股本 25.4%，第二大股东是创投公司持有 16.63%。公司已经与 2013 年 1 月推出了股权激励。
机构持股占比	截至 2014 年末公司机构持股占流通股的比例只有 1 家中国国际金融有限公司，占 1%（另一个持股占 21.8% 的联通创业为公司的二股东）。
近年分红增发情况	过去 3 年的分红每年平均占当年净利润的 90% 以上，自 2008 年上市以来只有 2011 年进行了一次增发。

2. 基本生意特性：

	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
营收增幅	+6.4%	+10.15%	-17.2%	+42.36%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率	19.68%	15.24%	14.65%	16.14%
三项费用率	10.79%	9.55%	9.09%	6.92%
销售费用率	2.42%	2.03%	2.16%	1.73%
管理费用率	7.45%	7.48%	6.63%	5.05%
财务费用率	0.91%	0.05%	0.29%	0.14%
扣非净利润增幅	+63.07%	+2.82%	-57.69%	+27.46%
资产负债率	38.74%	38.96%	36.16%	21.9%
应收账款占收入	15.13%	15.87%	13.38%	12.4%
净运营资本	2.98 亿	3.67 亿		
固定资产占总资产比重	32.99%	34%	34.42%	
净资产收益率	7.14%	5.12%	4.37%	12.79%
净利润率	6.33%	4.68%	4.43%	8.49%
总周转率	0.69	0.68	0.68	1.05
财务杠杆				
总资产增长率	2.21%	5.89%	16.92%	42.74%
经营性现金流 / 净利润	2.39	1.12	1.15	1.16

★从营业收入的变动情况来看，可见海利得的经营受到宏观经济波动的影响较大。12 年的收入出现下滑，2014 年的收入也近乎停滞，而 2011 年包括之前的 10 年则收入增长十分迅猛（但 2009 和 2008 年的收入则正相反，2008 年增长 20% 多 2009 年出现负增长，又似乎有一定的后周期特征）。结合其产品应用广泛的特点，对经济波动的敏感性肯定是较高的。

★但从扣非净利润的表现来看，收入高增长未必带来利润高增长，反正也是如此。这其中最关键的因素在于毛利率变动。由此似乎也可以说，毛利率的变动趋势是其盈利的决定性因素。

★从毛利率趋势来看，近几年公司的数据一直在提升。这与公司过去几年差别化丝占涤纶工业丝的比例一直稳步上升保持正相关。虽然期间原材料因素肯定也有一定影响，但长期来看化工原材料水平基本围绕均值波动，更重要的应该还是产品结构向着高端变化这个因素。

★公司的费用率基本平稳，2014 年较高的费用率主要是因为财务费用的飙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升（经查看报表为汇兑损失，因公司收入中 70% 以上是海外收入且当年汇率波动较大）。

★公司的经营性现金流水平十分优秀，负债虽然较大，但经过查看资产负债表，发现应付类款在其中占比较高。以 2014 年为例，公司资产负债率 38.74%，其中短期借款 6.48 亿，长期借款为零。（当期的应付票据和账款 4.54 亿，占到总负债的 35.11%。）考虑到海利得的上游主要是各类化工商品，此类商品一般同质化程度高且竞争激烈，因此可以看到海利得对上游具有账期上相当大的掌控力。

★当前公司 ROE 较低只有 7%，但从历史来看 ROE 在景气期间可以达到 15% 以上（比如 2010 年和 2009 年都分别达到 15.16% 个 15.77%），比如 2009 年的净利润曾经达到 14%，2010 年也有 9.26%。又如 2010 年景气高峰期间公司的总资产周转率可达 1.5。由此可以合理推断，目前公司的业务尚处于低潮期，若景气度回升，随着周转率的提升，以及产品结构改善带来的利润率的提升，公司的 ROE 有挑战历史高点的潜力。

二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

涤纶工业丝是一种高强度的涤纶长丝纤维，是工业用纺织品和橡胶骨架的良好材料，广泛应用于输送带、胶带、帆布、广告灯箱布、建筑用纺织建材、轮胎帘子布、汽车安全带等等。涤纶工业用丝由于应用广泛，所以与宏观经济的联动性较高，行业的上一轮景气期是 2009 到 2010 年。2011 和 2012 年一方面由于内外经济不景气，加上行业产能在这期间也出现集中投放，因此在 2012 年行业的景气度跌至低谷，之后 2013 年有所回暖。

从需求来看，未来涤纶工业用丝的应用范围还在不断拓宽中。涤纶用丝的物理特性好，并且相比棉纶、腈纶等其他产业用纤维的销售价格较低，凭借着性价比优势近些年对产业用纤维的替代性增强。而从供应端看，在经过了 2009 到 2012 年间大幅度的产能建设后，近 2 年的产能增长幅度已经较小。据行业数据统计，2014 到 2016 年预计涤纶工业增速在 10% 左右，考虑到设备调试和试产需要时间，其实际的市场投放量会更少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

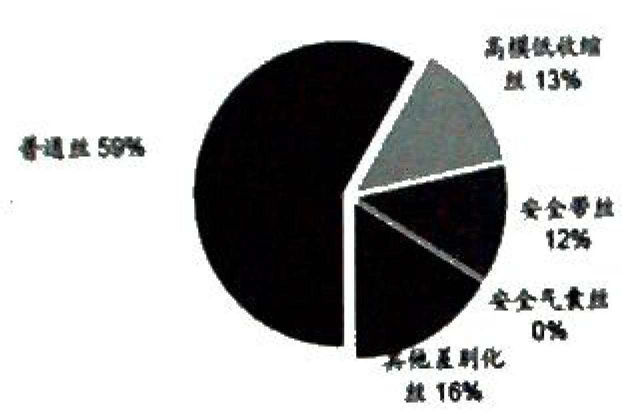
我国涤纶工业丝行业历年表现消费量及预测

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产能（万吨）	9.30	11.90	15.50	31.60	41.30	51.80	65.50	75.50	106.80	136.30	136.30	151.80	165.60	178.60
产量（万吨）	8.40	10.70	14.00	25.30	29.40	44.40	50.00	58.00	75.00	95.00	100.35	112.39	125.88	140.98
进口（万吨）	1.10	1.70	2.50	2.10	2.00	3.01	3.02	2.80	2.49	2.36	1.89	1.56	1.41	1.38
出口（万吨）	0.60	0.80	0.80	3.00	7.80	11.40	16.70	13.30	20.90	25.09	25.55	28.36	31.76	35.58
表现需求量（万吨）	8.90	11.60	15.70	24.40	23.50	35.00	38.32	47.50	56.59	71.27	76.68	85.60	95.52	106.79
表现需求增速（%）	21.92	30.34	35.34	55.41	-3.69	48.94	3.77	30.78	19.14	25.94	7.60	11.62	11.60	11.79

资料来源：中纤网、海通证券研究所

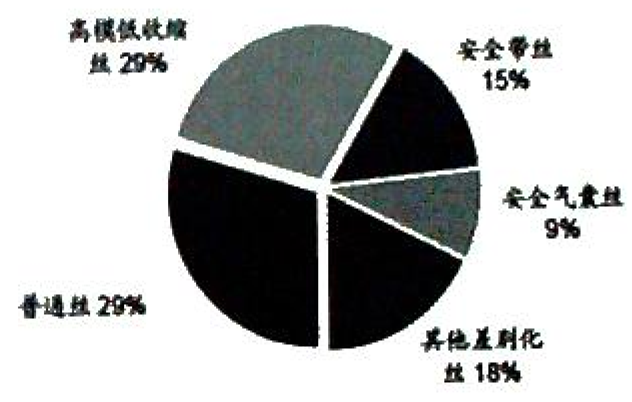
目前涤纶工业用丝的应用已经产生分化。普通工业用丝的竞争激烈，产品的价格下降，已经进入微利时代。产业利润已经向着高附加值和较高利润率的差别化用丝的产品转移。与普遍工业用丝相比，差别化用丝的需求前景好，技术壁垒和盈利能力都较高。据券商的数据，高端差别化丝比普遍用丝的价格高 20%。所以未来的发展主要就是看差别用丝的前景和弹性了。

海利得 2007 涤纶工业丝产品结构图



资料来源：海利得招股说明书，海通证券研究所

海利得 2013 年涤纶工业丝产品结构



资料来源：海利得历年定期报告，海通证券研究所

我们可以看到在过去几年中，海利得营收中普通丝的占比已经下降到不足 30%，差别化丝的比重超过 70%。从其营业数据中可以看到毛利率对于公司的业绩有决定性的影响，影响毛利率的几个主要因素中（商品价格、原材料成本、产品结构），差别化丝的价格更高且成本波动更可转嫁，随着差别化丝产品占比的进一步提升，公司的毛利率有望逐渐提升。由于当前公司的净利率比较低并且净利润规模也还较小，因此在其他条件不变时毛利率每个百分点的提升都会对公司业绩有明显的拉动作用。

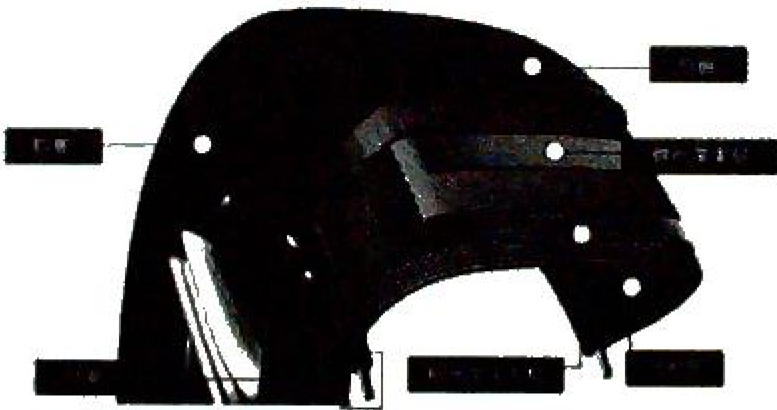
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差别化丝的发展主要取决于对其他产业用纤维的替代进程。比如汽车上安全带和安全气囊用丝中目前尼龙 66 是主要用材，2013 年全球汽车行业销售量约为 8200 万辆，据 HIS 预测 2014 年可达 8500 万辆，2018 年有望突破 1 亿辆。现在发售的汽车安全气囊几乎是必备，据行业资料显示每辆车消耗安全气囊丝大约 3kg 左右，由此计算 2014 年仅安全气囊丝的需求总量就在 25 万吨左右，2018 年有可能突破 30 万吨。这其中尼龙 66 产品占比在 90% 以上，而涤纶差别化丝才刚刚小部分替代。公司和 TRW 合作开发的全球首创的涤纶气囊丝，其价格只有尼龙 66 的一半儿左右，性价比突出，2013 年公司气囊丝的销量在 8000 吨，预计 14 年会过 1 万吨。但相比整个市场需求来说占比还非常小，未来的替代空间巨大。安全带丝的市场空间相对小些，但也达到 6 万吨左右。

公司的另一类产品是以天花膜、石塑地板为代表的塑胶材料。装饰膜业务目前占收入的比重还比较小（2014 年末只有 7%），但毛利率较高（32%，其他产品在 20%），并且 2014 年的增长非常迅猛（同比增长 226%）天花膜是对天花板有所升级的新型环保材料，可广泛应用于各种写字楼、机场、电影院、酒店等商业机构。石塑地板据资料介绍在欧美国家市场占有率达到 30%，市场容量有 200 亿美元，但在国内的市场占有率目前只有 5%。根据公司的资料，公司的石塑地板项目建成投产后预计收入规模在 3.5 亿，净利润率 11% 以上。这部分业务公司已经引进了业内专业团队运作，将首先以 OEM 方式出口海外市场。

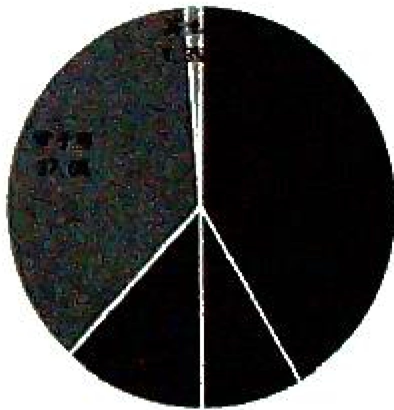
帘子布是海利得正在重点酝酿的另一新业务。帘子布是汽车轮胎的重要构成材料，占到轮胎总成本的 37%，仅次于天然橡胶的占比。

汽车轮胎结构图



资料来源：米其林，国海证券研究所

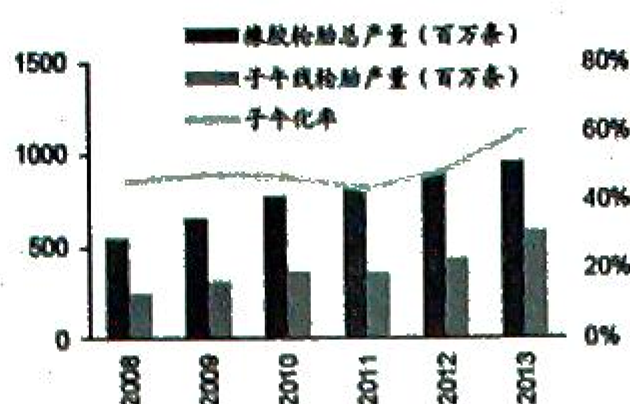
汽车轮胎成本结构



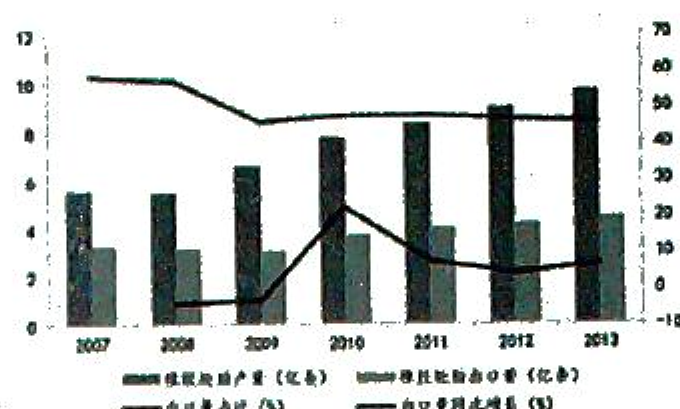
资料来源：国海证券研究所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国轮胎产量及增速（百万条）



我国橡胶轮胎出口状况（亿条）



我国轮胎产量巨大，并且子午轮胎的占比正在持续提升（公司的涤纶帘子布更适合用于子午轮胎），此外轮胎属于过几年就需要更换的重复消费品，因此市场巨大。但由于帘子布关系到轮胎的安全性能，因此进入这个市场需要经过汽车厂商严苛和漫长的考察认证（一般需要 2 年，期间需要经过 6 个阶段的测试）。2014 年末公司的帘子布业务收入增速为 36%，但毛利率只有 4.6%，整体尚处于亏损中（估计亏损 2000 万左右，公司在互动平台称力争 15 年实现盈利）。据公司的调研记录来看，主要原因还是认证过程缓慢导致投产不足。2011 年原计划建设 3 万吨产能（根据公司披露的资料，目前帘子布国产低端产品的售价在 2 万元一吨，国际一线品牌价格在 2.4 万元一吨左右。因此推算公司 3 万吨帘子布达产后，理论上销售额可达 60 亿以上，仅这部分就是 2014 年海利得 22 亿营收的 3 倍以上。而且考虑到帘子布壁垒更高，达产后其毛利率和净利润可能显著高于现有工业丝，因此对公司业绩的拉动力可能更大）。

截至目前帘子布已经建成 1.5 万吨但未完全达产，而且 2014 年上半年帘子布的销售中有一半是配套的白布（利润率很低），而且整个项目的配套建设是按照 3 万吨建设的，因此造成固定资产折旧很高，业务的盈利能力远不是正常的水平。但这项业务由于壁垒高（因此可想见利润率也会较高），一旦成功，业务规模也会很大，并且业务的稳固性更高，在未来有可能成为重要的业绩拉动点。

2. 竞争格局及优势

海利得处于一个充分竞争的市场，在规模上与同业的尤夫股份差不多（都是 20 亿出头），海利得的差别化丝的占比更高（海利得占比 70%，尤夫股份占比 40% 左右）。在车用丝这个新兴领域，据公司披露，他目前是唯一一个实现了安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全气囊涤纶用丝对外出口的国内企业（另外公司在互动平台中介绍“公司是涤纶气囊丝全球唯一量产的企业”）。这对于公司年报中所讲的“车用丝在业内有很高美誉度，产品优于国内同行”提供了一定的印证。

在帘子布领域，大客户认证时间一般要持续 2 年左右，进入门槛很高。由于公司之前在车用高低收缩工业丝领域已经与国际一线品牌轮胎企业建立了长期合作关系，这也为其帘子布业务的推广奠定了较好基础。但总的来说以上这些都算是经营上的一些优点，而不是真正稳固的竞争优势。海利得作为一个投资标的，关注点并不在优势牢不可破，而主要是从普通丝到高差别化丝业务转型上的可能性，以及这个公司的低市场关注度所带来的可能的低估值的机会。

3. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

截至 2014 年末，海利得的营收结构如下：

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
化学纤维制造业	1,444,671,444.78	1,147,264,104.30	20.59%	0.56%	-5.20%	4.83%
橡胶和塑料制品业	159,377,989.61	107,665,149.43	32.45%	226.13%	222.99%	0.66%
其他纺织业	643,056,263.43	544,826,072.36	15.28%	3.19%	1.05%	1.80%
分产品						
涤纶工业长丝	1,426,956,633.47	1,129,975,096.81	20.81%	2.81%	-2.67%	4.45%
灯箱广告材料	464,556,500.16	374,866,683.81	19.31%	-5.26%	-7.31%	1.79%
聚酯切片	17,714,811.31	17,289,007.49	2.40%	-63.62%	-64.90%	3.55%
装饰膜	159,377,989.61	107,665,149.43	32.45%	226.13%	222.99%	0.66%
帘子布	177,925,708.92	169,729,985.44	4.61%	35.97%	28.02%	5.93%
其他	574,054.35	229,403.11	60.04%	-63.39%	-87.58%	77.81%

从其中我们可以看到，涤纶工业长丝依然是公司营收的主力军，占到 62% 左右的收入，其次是灯箱广告材料，占到 20.3%。装饰膜和帘子布的合计收入占比也已经达到近 15%。其他业务暂时可以忽略。

2014 年涤纶工业长丝的收入增长缓慢只有 2.81%，但由于毛利率由 4.45% 的百分点的提升，因此对全年的业绩贡献较大。从券商披露的调研数据来看，海利得的涤纶长丝中普通丝的占比已经不足 30%，差别化丝的占比提升是毛利率变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因之一，另一方面就是由于2014年石油价格的大幅下降和下游需求的萎靡，原材料价格保持在低位。未来的发展主要看占比70%的差别化丝，特别是车用丝的推广。据公司年报披露，2014年公司的高模低收缩丝已经成为普利司通的合格供应商，并且普利司通也已经成为公司高模低收缩丝产品的最大客户。另外公司作为气囊丝的首创者，面对涤纶安全气囊丝市场占比不到10%，而涤纶丝价格只有原尼龙66的50%的性价比优势，也有望进一步的拓展。

灯箱广告材料在2014年出现了5.26%的收入下滑，并且公司并未就此作出解释。查阅券商的相关业务调研了解到，灯箱广告布全球市场容量在100–200亿元，国内市场占比只有10%，目前我国灯箱布生产企业的业务中出口比例占80%。国内灯箱布企业有50家左右，前10家占据了70%的市场份额，市场的集中度很高，看起来是一个总体容量较小、市场格局较为稳定成熟的情况。从公司2014年只有5亿不到的收入来看，在这个行业中应该是后来者。从公司公告来看这部分业务自2012年起处于搬迁扩建阶段，预计2015年完成搬迁，完成后的产能将比现在提升3倍。产能限制是否是灯箱广告材料的增长瓶颈？对此需要在调研交流中进一步确认。

装饰膜和帘子布是近2年增长最突出的新产品，装饰膜的毛利率可观，但其增长是否可持续需要观察，因为装饰膜毕竟不用于其原来的涤纶工业用丝主业。但考虑到尤夫股份大额增发9个多亿，也投向天花膜等业务，可以印证这也是行业发展的大势所趋。

帘子布目前受限于客户认证过程，产能受限严重固定折旧过高因此表现为不正常的毛利率水平。但从2013年–1.32%的毛利率到2014年的4.6%，可见随着规模放大其毛利率会快速攀升。考虑到帘子布关于轮胎安全，认证壁垒很高，因此这部分业务的最终毛利率也应该很高。同时帘子布的下游市场空间广阔，与公司当前的涤纶车用丝在客户上也高度重合，营业收入占比已经达到10%，因此未来几年这部分业务的增长将至关重要。一方面它将对业绩逐渐产生明显影响（比如据公司透露2014年帘子布业务亏损2000万左右，占到2014年净利润的13.9%，如果2015年做到盈亏平衡仅这部分就相当于净利润同比增长了14%），另一方面可能这部分业务的变化也将影响市场对其的想象空间和评价。

总得来看，海利得面临的市场总体供需环境较为平稳，主要是跟随宏观经济的波动而起伏。未来的业务发展中，差别化丝特别是车用安全带、安全气囊、轮胎用高模低收缩丝（属于帘子布业务的配套用料，2014年下半年已经向普利司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通大量供货）将是决定性力量，而天花膜和石塑地板、帘子布则是业绩弹性的主要推动力。

2）成本费用端

涤纶工业丝的上游原材料主要是 PX 和 PTA，据券商的行业研究资料显示，这两个材料的新增产能较多，短期的产能过剩难以逆转，因此涤纶工业用丝在未来 1 年的原材料状况较为有利。费用率方面看不到什么趋势性的，或者潜力较大的下降因素。2014 年占公司收入 73% 的海外业务由于汇率波动因素而产生了财务费用的大幅上升。但汇率的变动难以预期，因此财务费用是否会在 2015 年有明显的下降还难以确认（虽然公司答复有一套完善的应对汇率波动的会计管理机制）。

财务费用	20,840,033.80	1,098,803.37	1796.61%

本期财务费用较上年增长 1796.61%，主要系人民币汇率在 2014 年改变以往单边升值的趋势为双向波动，使外币借款因人民币贬值因素产生的汇兑损失增加所致。

从公司调研互动平台上的反馈来看，公司的原材料生产成本总体能够保持稳定，特别是车用差别化丝的成本转移能力比普通丝要强得多，随着差别化丝占比的持续提升，原材料的一般波动可能将是一个持续弱化的因素（除非出现极端的大幅波动）。见下图公司的回复：

近期国际油价走跌对公司产品成本有何影响，谢谢。

您好，感谢您的关注。原油价格下跌对公司现有订单有正面影响，对以后订单还是由市场供需决定。车用丝定价是原材料+差价，差价年初已约定，具体价格根据原料情况每个季度或半年谈一次，公司车用丝产品是锁定产品价格与原料价格之间的价差的，虽然价格调整有一定滞后性，但总体盈利比较稳定，相对普通丝影响较小。

4. 产能及外延端

作为典型的重资产制造业，产能的投放节奏很大程度上就决定了这个业绩的最大上限（下限除了产能外，还有需求的强度等因素）。以下是对海利得业绩影响最大的几个产品未来几年的产能变化状况：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务种类	产品名称	产能	备注
涤纶工业丝	普通高强丝	4万吨	——
	高模低收丝	3.9万吨	——
	安全带丝	2万吨	2万吨技改项目预计2015年投产
	安全气囊丝	1.2万吨	2万吨技改项目预计2015年投产
	低收缩丝	2.4万吨	——
塑胶产品	灯箱布、天花膜	1.5亿平	2015年产能将达到3.1亿平方米
	石塑地板	800万平	预计今年4季度投产
轮胎帘子布	帘子布	1.5万吨	——

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司目前有几条生产线，产能利用率各位多少？查阅公司中报，写的不是很清楚。

您好，感谢您的关注。3.1亿平米塑胶项目自13年中期逐步投产到目前为止已新增2条压延线（目前压延线共5条），已新增6条贴合线（目前贴合线共12条），已新增1条涂层线（目前涂层线共2条）。公司上半年新订的2条压延线，用于生产差异化产品。预计这2条生产线中第一条年底投产，第二条晚5个月左右。
目前帘子布第一条1.5万吨的浸胶生产线已经投产，总销量已达1000吨/月（含白坯布）左右。帘子布第二条1.5万吨的浸胶生产线已经签订购买合同，定金已支付，预计明年四季度投产。与第一条1.5万吨帘子布配套的高模低收缩丝目前已全部满产，目前公司的高模低收缩丝已满负荷开工。
公司的涤纶工业丝总产能13.5万吨，分为车用丝和非车用丝两大类，车用丝在工业丝的占比达55%左右。目前车用丝的产能大致为：高模低收缩丝4.1万吨、安全带丝2万吨、安全气囊丝1.25万吨，非车用丝的产能大致为：高强普通丝3.8万吨、低收缩系列2万吨、有色丝、水处理和海洋等系列3500吨左右。公司新项目扩产后车用丝将超过12万吨。

从目前的产能规划可见，2015年和2016年初将是公司产能密集投放的时间段，并且产能的增长十分可观。特别是差别化车用丝、塑胶材料和帘子布。帘子布这里统计图中只反映了当前1.5万吨的建设，但帘子布的总产能规划是3万吨，目前3万吨的整体配套已经完成，余下1.5万吨生产线的建设，公司在互动平台中的答复如下：第二条1.5万吨的浸胶生产线已经签订购买合同，定金已支付，预计2015年四季度投产。其他配套设备如纺丝、捻织等设备在陆续预定中。以下是2014年各主要投资项目的进展：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

√ 适用 □ 不适用

单位：万元

承诺投资项目和超募资金投向	是否已变更项目(含部分变更)	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
承诺投资项目										
年新增 30000 吨高模低收缩涤纶浸胶帘子布项目	否	110,000	110,000	8,689.07	65,449.42	59.50%	2016 年 06 月 30 日	不适用	不适用	否
承诺投资项目小计	—	110,000	110,000	8,689.07	65,449.42	—	—		—	—
超募资金投向										
合计	—	110,000	110,000	8,689.07	65,449.42	—	—	0	—	—
未达到计划进度或预计收益的情况和原因（分具体项目）	截至 2014 年 12 月 31 日，公司年新增 30, 000 吨高模低收缩涤纶浸胶帘子布项目中一期（15, 000 吨）已完工投产；二期（15, 000 吨）尚处于建设中。									

√ 适用 □ 不适用

单位：万元

项目名称	计划投资总额	本报告期投入金额	截至报告期末累计实际投入金额	项目进度	项目收益情况	披露日期（如有）	披露索引（如有）
迁扩建年产 31000 万平方米柔性广告灯箱布	56,100	7,407.17	21,884.08	39.01%	项目还在建设期	2012 年 06 月 09 日	证券时报、巨潮资讯网
总部大楼及酒店	35,000	4,928.09	8,774.07	25.07%	项目还在建设期	2012 年 12 月 22 日	证券时报、巨潮资讯网
年产 4 万吨车用差别化涤纶工业丝技改项目	39,800	57.01	57.01	0.14%	项目还在建设期	2014 年 07 月 09 日	证券时报、巨潮资讯网
合计	130,900	12,392.27	30,715.16	—	—	—	—

因此，从产能来看其投放的节奏基本上可以保障公司在未来 3 年产品升级的战略，特别是 2016 年开始大部分的产能都将进入完全达产状态。当然，产能建设并不等于生产出来就都可以销售出去，这里宏观经济的大环境对于海利得这种产品应用广泛的公司来说肯定是有明显影响。另外，差别化车用丝也受到两个因素的影响：第一是汽车行业的整体景气度，虽然海利得目前市场占有率很小，汽车行业的小幅波动预计不会有大的影响。当然如果出现行业性的萧条和大滑坡，这块业务避免不了打击；第二是车企认证的进度，以及对涤纶丝在安全带、安全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



气囊上对尼龙66替换的接受度。这需要海利得在行业教育和市场拓展方面有更多的投入，其进展值得每个财务报告期间密切关注。

三、主要风险

★不专注，乱投资的风险

从经营数据而知，海利得的经营性现金流非常好，大股东的现金也很充裕。但过去几年公司有非理性乱投资的危险倾向。最严重的是两个项目，一个是锂电项目，一个是矿业项目。两个项目与其主业毫无关系，而且目前已经可以说完全失败。这种盲目的投资冲动如果在未来不彻底改变，那么这个公司的前景可以基本确定毫无希望可言。从投资者互动平台上的交流来看，公司坦言已经从这两个失败的项目里接受了教训，未来将聚焦主业做大做强。此点需要听其言而观其行。从长期来看，海利得最大的风险莫过于此。

★矿业项目继续出现大额资产减持的风险

在2014年的年报中，有一笔3875万的资产减值损失，其中3325万来自上面提到的矿业项目。公司在2013年1月对广西地博矿业投入了9828万，占其股份的11.3%。但到2014年7月公司公告发现对方无法履行承诺，后将对方告上法庭并申请了财产保全。后公司经过聘请资产评估公司评估对这笔投资的可回收价值进行了评估，认为当前可回收价值为6500万元，因此进行了3325万元的资产减值，目前案件还在审理过程中。这笔投资最终是否可收回余下的6500万元还有很大疑问（案件结果不确定，财产的可回收价值是否准确不确定，最终能否有效执行也不确定），所以不排除未来还将进行大额资产减值的可能性。从中期的1–2年来看，这可能是一个最大的风险。2014年末公司的净利润只有1.43亿，如果这笔投资最终血本无归，资产的减值将达到2014年净利润的45%！虽然在具体执行上，公司可以分阶段的将这笔损失减值以降低冲击度，但总的来说这依然是个悬在头顶的炸药包，也是中期来看最大的风险之一。

★汇率大幅波动：由于公司的业务中海外收入占到了73%，因此不排除再次出现类似2014年这样由于汇率市场波动而导致财务费用大增的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★宏观经济大幅波动，汽车和轮胎行业景气度大幅下降的风险。

四、其他重要问题

★高分红有一定吸引力

公司最近 3 年的现金分红率达到了 90% 以上，考虑到公司正处于产能建设周期内这一分红率十分引人注目。按照 2014 年公司的分红政策每十股分配现金 3 元，以本文写作时的股价 9 元计算，分红收益率达到 3.3%（含税），超过了 1 年期定期存款利率。如果股价再有一定幅度的调整其分红收益率有望接近 4%。这对于一个依然具有成长空间，行业格局尚算稳定，业务也有望在未来 2–3 年实现结构升级的典型小盘股来说，还是具有吸引力的。

公司近三年现金分红情况表

单位：元

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率	以现金方式要约回购股份资金计入现金分红的金额	以现金方式要约回购股份资金计入现金分红的比例
2014 年	134,274,150.00	143,616,640.32	93.49%	0.00	0.00%
2013 年	98,467,710.00	101,159,768.23	97.34%	0.00	0.00%
2012 年	76,088,685.00	87,715,508.02	86.74%	0.00	0.00%

公司报告期内盈利且母公司未分配利润为正但未提出现金红利分配预案

★极高的工资水平

海利得确实很有意思，其高管的薪酬待遇相比同业（比如尤夫股份高管才 40 万不到）和类似的制造业的而言工资可谓极高，都赶上高科技软件企业的水平了，这对于吸引业界人才应该是个很有利的因素。而且它历史上很少大比例配送，公司似乎不太喜欢人为的对股价刺激，这个情况当然是有有利的一面也有消极的一面。但总的来看，一个对股价刺激很消极的公司，至少比非常热衷于刺激股价的要让人更放心一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司报告期内董事、监事和高级管理人员报酬情况

单位：万元

姓名	职务	性别	年龄	任职状态	从公司获得的报酬总额	从股东单位获得的报酬总额	报告期末实际所得报酬
高利民	董事长	男	60	现任	168.32	0	168.32
高王伟	副董事长;总经理	男	34	现任	145.3	0	145.3
黄立新	副董事长;	男	49	现任	145.32	0	145.32
葛骏敏	副总经理	男	53	现任	130.21	0	130.21
姚峻	副总经理	男	53	现任	145	0	145
吕佩芬	财务负责人;董事会秘书	女	50	现任	95.32	0	95.32
张悦翔	副总经理	男	51	现任	114.82	0	114.82
王国松	副总经理	女	52	现任	95.31	0	95.31
姚桂松	副总经理	男	49	现任	141.55	0	141.55
马鹏程	副总经理	男	52	现任	144.97	0	144.97

★股权激励措施

海利得的股权激励是2013年1月推出，向董事、管理人员、技术人员共56人授予860万份权益工具，包括830万份股票期权和30万份股票增值权，占公司总股本的1.92%。行权的要求为以2013年业绩为基准，14、15、16年相对2013年净利润增长分别不低于25%，60%和100%，相当于14到16年的复合增长率不低于25%。

海利得股权激励计划（草案）行权条件

	行权时间	行权条件	行权比例	期权份数（万份）
第一期	自首次授权日起12个月后的首个交易日起至首次授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	以2013年度经审计的净利润为基数，2014/2013净利增长不低于25%	30%	224.1
第二期	自首次授权日起24个月后的首个交易日起至首次授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	以2013年度经审计的净利润为基数，2015/2013净利增长不低于60%	30%	224.1
第三期	自首次授权日起36个月后的首个交易日起至首次授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	以2013年度经审计的净利润为基数，2016/2013净利增长不低于100%	40%	298.8
预留股票期权第一期	自首次授权日起12个月后的首个交易日起至首次授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	以2013年度经审计的净利润为基数，2015/2013净利增长不低于60%	预留期权的50%	41.5
预留股票期权第二期	自首次授权日起24个月后的首个交易日起至首次授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	以2013年度经审计的净利润为基数，2016/2013净利增长不低于100%	预留期权的50%	41.5
合计	-	-	-	860

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）公司的基本业务还具有较大的扩张余地，占业务主要部分的涤纶工业用丝目前尚处于景气波动的低谷阶段，从历史来看当经济景气度上升时其业务的景气度也会回升，并且这种回升的弹性较大，由此构成总资产周转率的提升余地。

2）公司目前正处于产品新一轮转型升级的阶段，未来差别化车用丝、塑胶材料和帘子布在未来 2 年将迎来产能投放的高峰，且其车用丝、帘子布业务均具有一定的进入壁垒和客户黏性。并且新投产的业务在毛利率方面应显著高于传统产品，这将对公司的净利润率提升有显著拉动。

3）公司的分红率极高，现金流充裕，市场关注度低，行业冷门且属于社会生产生活基本用品之一，在低估值状态下即可享受较高的分红收益率，又具有业务升级和产能投放的预期。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	业务依然具有较大的成长空间，但这取决于涤纶工业用丝对其他合成材料的替代进程，因此不确定性相对更高。
扩张的边际成本，轻资产	否，重资产，但短期融资需要性低。
高客户黏度	帘子布的客户认证复杂漫长，具有一定客户黏性，其他业务一般。
弱周期性	周期性较为明显，但历史上来看未必完全与经济周期节奏一致。
强竞争优势	在差别化车用丝，特别是安全气囊用丝领域有一定先发优势，但总体上不存在高度差异化或者突出的竞争优势。
管理层和治理	历史上胡乱投资显示管理层有耐不住寂寞的倾向，未来改正情况需要观察，高管薪资极高，股权激励已经实施。
R 特征	ROE 较低并且随着经济和产业波动而起落，目前处于周期的低点阶段，未来 ROE 在景气回升 + 产品升级下有较大提升余地，但 ROE 难以保持在高位而呈现周期性特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



评估项目	基本评估
N 特征	难以预期，周期性特征明显，也缺乏强大竞争优势。
g 特征	虽然公司是重资产类别，但由于现金流优秀因此很少融资，再加上倾向于将当年利润的 90% 都分红，因此其净资产的增长很小。
总结	海利得属于逆向投资的品种，而不是成长股投资逻辑。因为以成长股的标准来看它无论从空间还是确定性上都不够优秀，但由于它的行业冷门，机构关注度极低，又恰逢其主营业务目前处于周期低点和未来 2 年产品升级的节点，并且考虑到非常高的分红率，因此在低价位时既可享受到逆向投资的高分红收益率，又具有某些成长股的未来预期。

3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	主业依然具有一定成长空间，新业务逐渐进入收获期，属于价值创造中期阶段。
	生意特征是否符合 DCF 三要素	一般，重资产、但经营性现金流好，融资需求小，业务短期难以替代。
	盈利的确定性	一般，短期最大风险是矿山投资继续大幅资产减值
溢价折价定性	周期性较强，应相对折价。但由于业务依然具有较大可改善余地，且现金流优异，分红收益率高，因此在景气期间可能市场会给予一定溢价——那将是脱手的良机。	
市场参照体系	经统计 2010 年 -2013 年其估值区间（以年底价格对照当年每股收益）分别为： 2010 年：35.65PE 5.1PB 2011 年：18.72PE 1.92PB 2012 年：29.3PE 1.33PB 2013 年：24.17PE 1.25PB 其中 2012 年由于净利润大幅负增长，因此其当年市盈率失真。2010 年市场处于泡沫期，公司收入利润均快速增长，这个区域可作为市场乐观高峰区间的参考。2011 年市场处于下跌市但公司盈利较好，2013 年属于上涨市但公司收益平平。这 2 年的估值可作为一般情况下的估值波动区间。2014 年末收盘价 8 元相当于静态市盈率 25 倍，市净率 1.75 倍，分红收益率 3.75%（含税），总体来看估值水平不高，当然也不是极端低点，处于中等偏下区域。	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 科伦药业案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况：

基本情况	简单介绍
公司业务范围	主要经营大输液和抗生素制剂、抗生素中间体业务
业务结构	截止 2014 年大输液占业务收入的比重约为 80%，其它为非输液产品
上下游及销售模式	销售采用区域总代理负责制，下游为经销商，上游为聚丙烯 pp 等化工原材料
实际控制人	董事长刘革新持股 25.81%，副董事长刘思川是董事长儿子，副总经理王晶翼是挖来的研发带头人，其薪资仅次于董事长
机构持股占比	截止 2014 年末机构持股占流动股比例 6.56%，属于历史较低占比
近年分红增发情况	11-13 年每年分红占当年净利润的比例在 11-12% 之间，属于低分红类别

2. 基本生意特性

	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
营收增幅	+24.7%	+16.07%	+14.33%	+30.52%
毛利率	42.09%	45.66%	42.67%	42.79%
三项费用率 销售费用率 管理费用率 财务费用率	25.79% 13.03% 10.28% 2.49%	25.56% 12.98% 10.18% 2.4%	22.22% 11.84% 8.82% 1.57%	21.13% 13.45% 7.62% 0.06%
扣非净利润增幅	1.54%	+12.05%	+5.67%	+39.07%
资产负债率	45.32%	44.15%	39.29%	24.22%
应收账款占收入	90.9% 去年同期 96%	46.85%	44.9%	43.57%
净运营资本	41.24 亿	54.1 亿		
固定资产占总资产比重	30.2%	28.6%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年半年	2013 年	2012 年	2011 年
净资产收益率	5.08%	11.63%	13.07%	13.03%
净利润率	13.65%	15.98%	18.58%	18.67%
总周转率	0.21	0.42	0.46	0.53
财务杠杆	1.86	1.77	1.53	1.3
总资产增长率	+15.9%	+20.2%	+42.66%	+19.06%
经营性现金流 / 净利润	1.17	0.96	0.36	0.35

★公司的营业收入在过去 4 年保持了正增长，说明其产品在提升市场份额和挖掘市场需求方面表现良好。但同时我们可看到其扣除非经常性损益后的净利润增幅与营业收入增长非常不匹配，除了 11 年以外，12–14 年以来每年的净利润增幅都远远小于收入增长，说明其业绩在成本、费用、营业外损益等方面存在持续的负面因素，后期研究要专注于这些负面因素是否可解除。

★公司的综合毛利率基本保持稳定，虽然其产品包含了大输液和非输液两个大类，但大输液收入占总收入的 8 成以上，因此综合毛利率主要还是由大输液产品决定。14 年中期毛利率相比 13 年半年报（45.2%）明显下降，这主要是由于产品结构中塑瓶产品竞争激烈价格下降所导致的。连续来看，公司的毛利率处于近年来的最低点，研究需要关注其未来的走势。

★与毛利率呈现近年最低相反的是，公司的费用率在过去几年有了较大幅度的提升，而且这种提升涉及全部的三种费用。销售费用率虽然近 2 年提升到 13%，但与 11 年相比基本相当，考虑到营业收入连续在增长，销售费用的波动尚属正常；管理费用和财务费用的提升则显示出趋势性的增加，结合公司的战略和业务情况了解到：管理费用提升很大程度上是因为公司希望转型仿制药研发企业，因此在过去 2 年极大提升了研发投入力度；财务费用与其过去几年建设伊犁川宁抗生素中间体项目需要大量资金有关。

★公司的资产负债率已经较高，同时净运营资本极高（其中 60% 左右都是应收账款），因此为了保证流动性在 14 年半报中有 43 亿的应付债券。结合财务费用的飙升，可以感受到公司的资金压力不小。公司属于典型重资产类生意，折旧值得关注，特别是投资近 40 亿的新疆项目全面建成后如果在遭遇环保问题的停工影响，对业绩影响较大。

★应收账款占收入比重在增长（年中应收账款占比远高于年末可能是行业特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点），但幅度尚在正常范围内。经营性现金流在近 2 年有所改善。

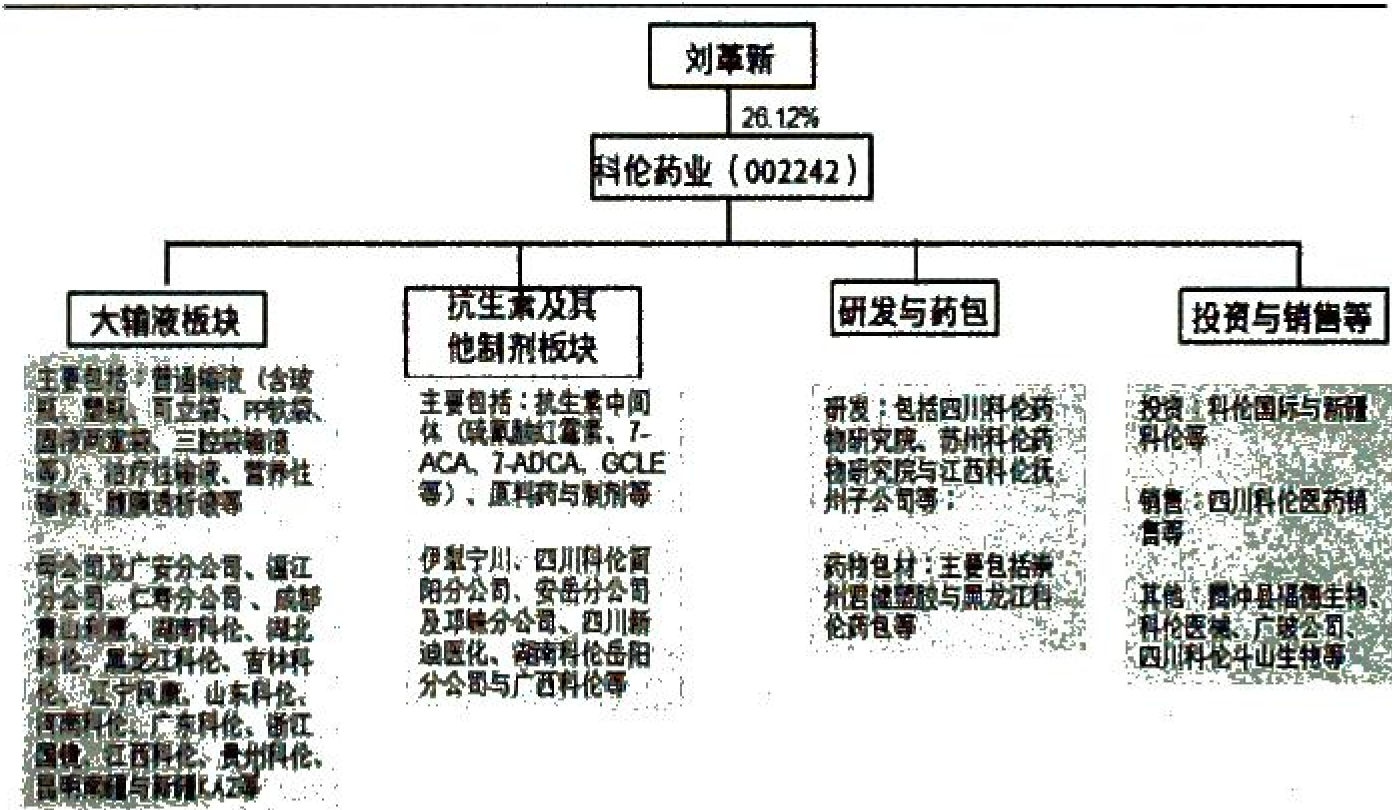
★净资产收益率始终都不高，其中最主要的问题就是净利润率持续下降，同时总资产周转率也一直不高。这基本上反映了过去几年科伦药业面临的尴尬局面：主营的大输液业务遭遇外部环境的负面影响增长放缓，向着抗生素中间件和仿创药转型的大额投资又未到回收期。也因此，对科伦的分析也就聚焦在了这 2 个主要问题上。

二、核心投资逻辑及业务分析

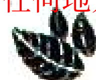
1. 市场空间及潜力

看科伦药业的空间需要采取适当的角度。如果只看它当前的主业"大输液"业务的话，无论是短期的弹性还是长期的增长潜力都并没有很大吸引力。但如果从它整体的战略规划去看，却有不少的看点。简单讲，过去几年公司正在力求打造"三发驱动"的战略：第一台发动机是现有的输液业务，要强化行业的龙头领先地位；第二台发动机是构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权；第三台发动机是通过技术创新切入高价值的仿制药市场，并将仿制药研发创新作为驱动公司的长期力量。下面分别看这几方面的情况：

科伦药业业务板块情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大输液：

看过一个 2010 年的券商行报告，披露当年全国的大输液市场容量有 100 亿瓶（另有 13 年券商报告认为全国产量在 120 亿瓶）。以 100 亿瓶计算，这相当于全国 14 亿人口人均 7.14 瓶的用量，这个用量看起来已经很高了。科伦药业在 2010 年上市时正是国内输液泛滥之际，然而滥用抗生素和输液产品的医疗市场终于在 2012 年 8 月迎来了“限抗令”：《抗菌药物临床应用管理办法》，自 12 年 8 月 1 日起正式实施后，抗菌药物这个曾经雄踞医院用药排名榜首位大品种在全国范围内被大面积限用，医疗机构不得不更加严格地控制门诊患者静脉输注使用抗菌药物的比例，由此一来整个大输液市场的环境急转直下。与之相伴的，是科伦药业、双鹤药业等输液龙头企业在近年的业绩疲软。由此可见，行业的需求环境真是太重要了，特别对于市场占有率很高的龙头企业而言更是如此。

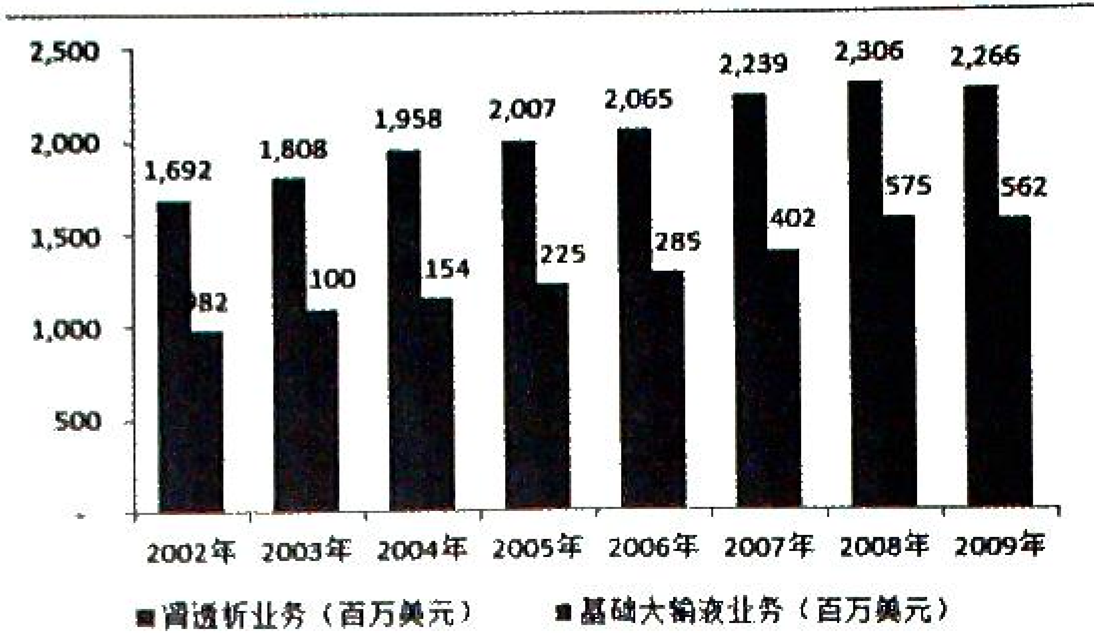
更不利的是，“限抗令”并不是一时的运动式治理而更可能变为一种常态，这显然对行业绝对规模的增长蒙上了一层阴影。那么如果说行业的增速不再“性感”了，能否从市场格局的变化上得出空间呢？在美国，百特一家就垄断了全美 80% 的输液市场，贝朗和雅培各占 20%。在欧洲，大输液市场基本被费森尤斯卡比、贝朗、百特和法玛西亚几大公司占领。在日本则是大冢占据了 50% 的市场份额。而科伦药业 2012 年已经销售了 38 亿瓶大输液，占据了 40% 的市场份额、12 年已经达到 50% 的份额。从这点来看，科伦药业在大输液市场中已经具有了很高的市场占有率。从绝对营业规模来看，2014 年公司业绩快报显示收入规模为 79.9 亿，按照业务机构中 80% 为大输液计算营业规模约为 64 亿左右。国际巨头费森尤斯卡比近年的营业规模大约在 250 亿元，美国百特 11 年的收入约为 139 亿美元，其中静脉输液收入约在 80 亿美元左右。

从上述比较来看，如果科伦的大输液最终能成为与国际巨头比肩的水平，那么其成长的市场空间应该还是存在的（特别是考虑到大输液产品的结构性变化，后面会分析）。值得注意的是，美国百特的成长历程中自 2002 年开始海外市场的收入增速加快并稳定超越美国本土市场增速，因此进入国际市场可能是科伦药业打破本地天花板的一个重要方向。

另外值得注意的是，美国百特的业务中普通大输液收入远远低于肾透析业务，而科伦药业目前的收入中却是普通大输液占了绝大多数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国百特公司业务构成（销售收入，百万美元）



资料来源：国金证券研究所，公司年报

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减
分行业				
医药制造业	3,954,679,564.00	2,288,581,379.00	42.13%	24.55%
分产品				
输液	3,132,624,227.00	1,601,344,133.00	48.88%	17.18%
其中：普通	2,353,573,226.00	1,237,620,011.00	47.42%	21.05%
营养	245,107,014.00	124,231,662.00	49.32%	8.55%
治疗	533,943,987.00	239,492,460.00	55.15%	6.07%
非输液	822,055,337.00	687,237,246.00	16.40%	63.88%

（截止 2014 年上半年，公司大输液业务中普通产品的占比还在 75% 以上。因此输液产品在营养和治疗领域的渗透，也是大输液业务增长的潜在空间和长期逻辑。）

2. 抗生素产业链

全球抗生素市场规模大约在 500 亿美元左右，当前抗感染药物市场中三大主导药物是头孢菌素 / 半合成青霉素类、佛喹诺酮类和大环内酯类，这三类药物占据抗感染药物 80% 的市场份额。科伦药业在新疆川宁建设的项目主要分为两期：

第一，一期项目：硫氰酸红霉素，是大环内酯类抗生素所用原材料要的母核，是红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、泰利霉素等大环内酯类药物的基础原料。此外，硫氰酸红霉素还可以用于兽药。

第二，二期项目：头孢类中间体。包括：7-ACA，是头孢菌素中最常用的母核，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用于生产不同性质的头孢类抗生素；7-ADCA，主要用于合成头孢拉定和头孢氨苄等药物；GLCE，主要用于合成第四代高端头孢类抗生素。

伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目

	第一阶段	第二阶段
项目内容	建设 20000m3 发酵体积硫氰酸红霉素和与整个项目配套的热电联产动力系统及环保站	建设 21000m3 发酵体积头孢中间体及配套的环保站
达产后产能	达产后可年产硫氰酸红霉素 3000 吨	达产后可年产头孢系列中间体 10,000 吨
建设周期	拟于 2011 年 4 月 1 日动工建设，2012 年 12 月 31 日前完工，2014 年 4 月获批投产	拟于 2012 年 10 月动工建设，2014 年 12 月 31 日前完工，2015 年进入调试试车

数据来源：公司公告，西南证券

总而言之，科伦药业在新疆累计投资将达到 60 亿（一二期合计投资额）的这个项目，就是奔着成为抗生素产业链中的巨头去的。硫氰酸红霉素全球的需求大约 9000 吨，当前市场产能在 9000-10000 吨。在中国的使用量占大部分，出口占到三分之一。硫氰酸红霉素目前每公斤价格在 300 元左右，由此可知整个市场的容量约为 27 亿左右。公司计划达产后年产量 3000 吨，初步核算年营业收入可达 9-10 个亿左右。二期头孢中间体的体量更大，设计产能 10000 吨，如果以当前 7-ACA 每公斤 500 元左右的价格计，其满产的营业规模可以达到近 60 亿。虽然这种估算有不少的不确定性因素而难以精确化但从定性角度而言可以看到抗生素中间体项目的体量基本上可以再造一个科伦药业（注：头孢中间体并非完全对外销售，其中相当部分为自用。因此具体的业绩贡献还需要进一步核实和计算。就公司的项目规划所披露的信息，两期项目完全满产后的预期净利润约为 14.8 亿，收入总规模 68 亿）——14 年业绩快报科伦营业规模 80 亿（同比 +17%），净利润 10 亿（同比 -7%）。

可以说，抗生素中间体是科伦的一次豪赌，四年磨一剑，这个赌局已经到了即将亮牌的关键时刻。2014 年下半年开始第一期工程已经试运行，2015 年第二期工程也将投入运行。但需要特别注意的是，抗生素中间体项目的投产并非如一般制造业一样可以按部就班，除了发酵等工艺放大上的技术风险外，环保监管将对工厂能否满产甚至是否会阶段性停产有相当大的不可测性（特别是无法精确估算）。而如果在建工程全面转为固定资产后出现无法达产甚至停工的局面，那么不但营业规模无法如预期具有高弹性，其利润更将遭受沉重的固定资产折旧（1,2 期转固后预计固定资产折旧在 2.8 亿左右）等因素的打击，这是投资科伦药业所需要了解的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 药品研发

如果说大输液是科伦当前的立足点，抗生素中间体是科伦未来2年业绩弹性的拉动力，那么新药研发才真正代表了科伦对自己长远未来的定位和终极的产业抱负。无论是大输液还是抗生素中间体，其实其制造业和大宗商品的属性都要远远超过真正的医药企业的属性，这一点也从科伦的估值相对其它研发性医药公司明显折价反应出来了。科伦显然想改变这种宿命。

药品研发的空间根本无法测量，可以说是无限的。但它的问题是这种研发的成功率和最终转化为市场收入的能力、进程也基本无法测量，可能获得巨大成功也可能颗粒无收。因此这里对科伦的研发产品具体会带来多大财务收入进行推测是没有必要的，这里仅大体罗列一下其研发的储备情况。截止2013年底，公司在研项目中有A类项目155个（其中有48个超A类——A类药物是指安全等级最高的药品，A类药物必须达到对孕妇和胎儿都安全），具体如下：

★输液类药物：38项，11个具有首仿机会

★品牌仿制药：79项，36项具有首仿机会

★抗生素和发酵药物：19项，5项具有首仿机会

★小分子创新药：1项

★新型给药系统药物：17项，7项具有首仿机会

★生物技术药物：1项（另有4项启动），均有首仿机会

特别值得注意的是2014年11月，科伦药业子公司四川科伦药物研究院有限公司丙肝药索非布韦原料药及片剂临床申请获受理。该药被视为治疗丙肝的突破性药物，2013年底获批上市到2014年三季度就实现了86.7亿美元收入，并有可能成为史上最快达到年销售百亿美元的超级产品。目前索非布韦在国内尚无原料药及片剂的生产厂商，除科伦药业外，石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司也申报了该药品临床试验。当然，这个药要获批还有大量的现实问题，除了研发技术上的不确定因素外还有国内专利的争议等。不过这些过于专业的问题不需要现在操心，总得来说还是那句话：研发型药企的空间是无法测量的，目前我个人仅仅将它作为一个可能性存在，在价格不高的时候作为一个白送的可能性还是不错的，有点儿“低风险高不确定性”的味道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 竞争格局及优势

1）成本优势和规模化运营能力

从科伦药业的成长历程来看，它非常善于运用低价格策略占领市场，属于典型的行业价格杀手。当然低价需要建立在一系列的要素之上才能成立，否则对手还没死自己已经扛不住了。至少在大输液领域它的低价获得市场份额的能力很少有能与之比肩者，并且依托于更大的规模效益和更好的运营能力，科伦药业虽然产品价格低但其毛利率却反而高于同级别的双鹤药业，见下图：

科伦产品系列更具竞争力

科伦药业和行业产品情况比较

科伦药业			行业（双鹤为例）		
	单价（元）	毛利率（%）		单价（元）	毛利率（%）
玻瓶	1.17	29	玻瓶	1.20	22
塑瓶	1.23	43	塑瓶	1.60	42
新型软袋（预计）	1.70	50	非PVC软袋	3.00	38
可立袋	2.11	56			

资料来源：公司公告、光大证券研究所

科伦药业到底是如何达到低价能力的？这点从其一路收购扩张的动作上可以看出一些端倪：据统计在过去9年多时间里科伦共进行了13次收购，据券商的跟踪研究科伦的每次收购后企业在半年内就能扭亏为盈，并且还能实现产量的扩张。在产品上收购前与收购后并无什么差别，这种经营绩效的巨大反差只能说是运营效率和整合市场及销售体系上的差别了。这种善于大兵团作战的企业和团队能力，其实才是其低价策略最根本的保证。

抗生素中间体项目由于选址的伊利川宁地区具有得天独厚的资源优势，生产中间体需要丰富的农作物、水、电等资源，这些要素恰好川宁都符合（川宁项目一二期采用较先进的酶法，总产能所对应的资源，需要煤炭110万吨，玉米46万吨，水2014万立方米——相当于2个中等水库），并且交通也很便利。其它一些中间体生产基地则有所欠缺：比如内蒙有煤炭和农作物资源，但水资源缺乏；河南、河北拥有农作物和水资源，但又不具有能源优势。因此落户于川宁的科伦抗生素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中间体生产基地就具有了综合成本上的优势，据公司披露其综合成本比竞争对手低 20%（主要是原料、水电和仓储带来的优势），据券商调研信息披露，依托公司的低成本，在一期项目满产状态下，只要硫红霉素价格在每公斤 300 元即可获利（未来硫红霉素价格上升概率很大）。这显然有利于公司继续发挥价格杀手的专长和特色来占领市场。不过值得注意的是，川宁项目的建设对应的是国内最高标准的环保设施，环保方面的投资额高达近 10 亿，并且就目前来看似乎还没有达到当地要求（后详）。

这里有一个疑问，如果环保需要继续加大投资力度的话，是否会抵消其天然资源的低成本优势呢？据了解，与同业的同类项目相比，科伦药业在同等产能下的投资额度要高得多，比如东药药业公司年产 1500 吨级的硫氰酸红霉素生产线，投资只要 4.88 亿元。按此推理，3000 吨级的硫红只需要 10 亿元投资，而公司在项目可行性报告中披露第一期工程（也就是 3000 吨硫氰酸红霉素生产线）的投资额度为 16 亿多，比竞争对手高出 60%。这其中比竞争对手高得多的环保设备是一个重要因素。所以最终产品是否还有 20% 的成本优势值得思考——当然，如果环保标准的提升将导致其竞争对手同样大幅增加相关投资，那另当别论。

2）一定的产品创新能力

虽然大输液产品相比真正的药品研发在技术级别上不是一个档次的，但并不代表这个业务完全缺乏产品创新的可能。从目前接触的资料来看，大输液当前的产品创新主要是输液包装材质等方面的改进。比如产品类别从玻瓶到塑瓶，再到软袋和可立袋的进化。2013 年 6 月公司的双室袋（包材）获批，国内仅有科伦药业、北京锐业，广东大冢三家获批；2012 年 2 月获批的三层共挤输液用三室袋（包材）属于国内独家。

公司 2005 年研发成功的可立袋于 2015 年 1 月获得 2014 年度国家科学技术进步奖二等奖，可立袋兼具了直立摆放和全密闭输液功能，同时满足使用安全性、操作便利性和特殊条件下可空投性的要求（2008 年汶川地震中曾大量空投了传统输液瓶，结果大部分落地后都破裂无法使用）。（对大输液业务来讲，总体的产能是过剩的，特别是那些传统老包装业务的价格竞争激烈无利可图，2014 年公司的塑瓶产品盈利能力大幅下滑就是一个证明。所以持续的推出更先进，符合临床应用需求的新输液包装技术是其盈利能力保持稳定增长的基础。）

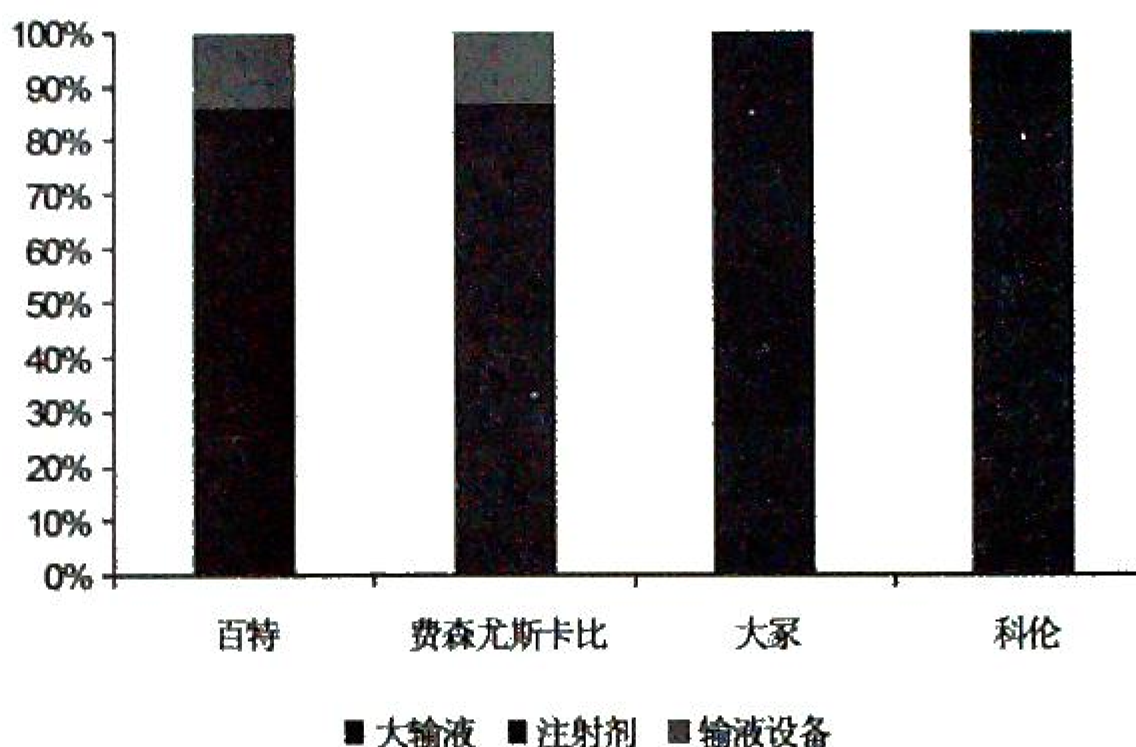
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3）全产业链布局

科伦原来的优势在大输液，11年开始建设抗生素中间件并且即将在15年全面投产。与此同时，公司还通过建立了四川新迪医化、科伦邛崃分公司、广西科伦和湖南科伦岳阳分公司四个抗生素生产基地。由此我们发现，公司已经将抗生素的全产业链给打通了：通过四大抗生素基地对外销售抗生素制剂，通过新疆川宁的抗生素中间件公司可获得制剂的成本优势（二期工程的不少中间件都是提供给自己的抗生素基地），又通过已有的大输液渠道打通了销售抗生素制剂的市场。

当这个战略逐渐浮出水面的时候确实是让人感叹格局庞大魄力非凡。下面就看科伦与时间赛跑了，这么大的布局能否很好的管控也着实是考验科伦的管理层。不过如果以国外巨头的发展历程来看，从大输液走向非输液是产业发展的必然方向（见下图），做符合产业规律的事情赢面应该会大一些。



来源：国金证券研究所，公司年报

4）研发起点和投入较高

从前面的数据指标已经看到，近几年科伦药业的管理费用呈现趋势性的上涨，这其中药品研发投入占了较大的比例。从2009年到2013年，公司的研发投入从3491万增长到了4亿元，复合增长率达到84%！研发投入占收入的比重从1.8%直线提升到5.86%——要知道2013年公司的管理费用率一共才10个百分点，这其中大部分都投向研发了。与同业进行比较的话，目前科伦的研发投入已经位居

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内药企的前五名，可与最大的西药研发类龙头恒瑞比肩。研发投入是一方面，另一方面公司在研发的起点上也较高。2012 年科伦成功请到了王晶翼博士加盟（曾任齐鲁制药集团副总经理和药物研究院院长、国家科学技术奖励评审专家、重大新药创制国家科技重大专项评委、曾获 11 年济南科学技术最高奖、三次获得国家科技进步二等奖），并在很多时间内建立了以中央研究院（成都）为核心，以南方研究院（苏州）、北方研究院（天津）为分支机构的研发团队，未来计划打造一个千人研究平台。

从这点可以看出公司决心和魄力都很大，有点儿不成功便成仁的意思。至少在投入的硬件资源和人力等软件资源上来看，科伦已经跻身国内研发型药企的一流梯队内。

总的来看，科伦药业目前的大输液业务和即将投产的抗生素中间件业务，其竞争的核心都是成本要素和基于规模效益下的价格优势，这点比较符合科伦擅长的领域。药品研发相比较科伦以往的业务，从能力的要求上有很大的差异，不仅仅是药品研发的技术问题，也包括各种新药的销售模式相比输液瓶和中间件产品差异巨大的问题。

5. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

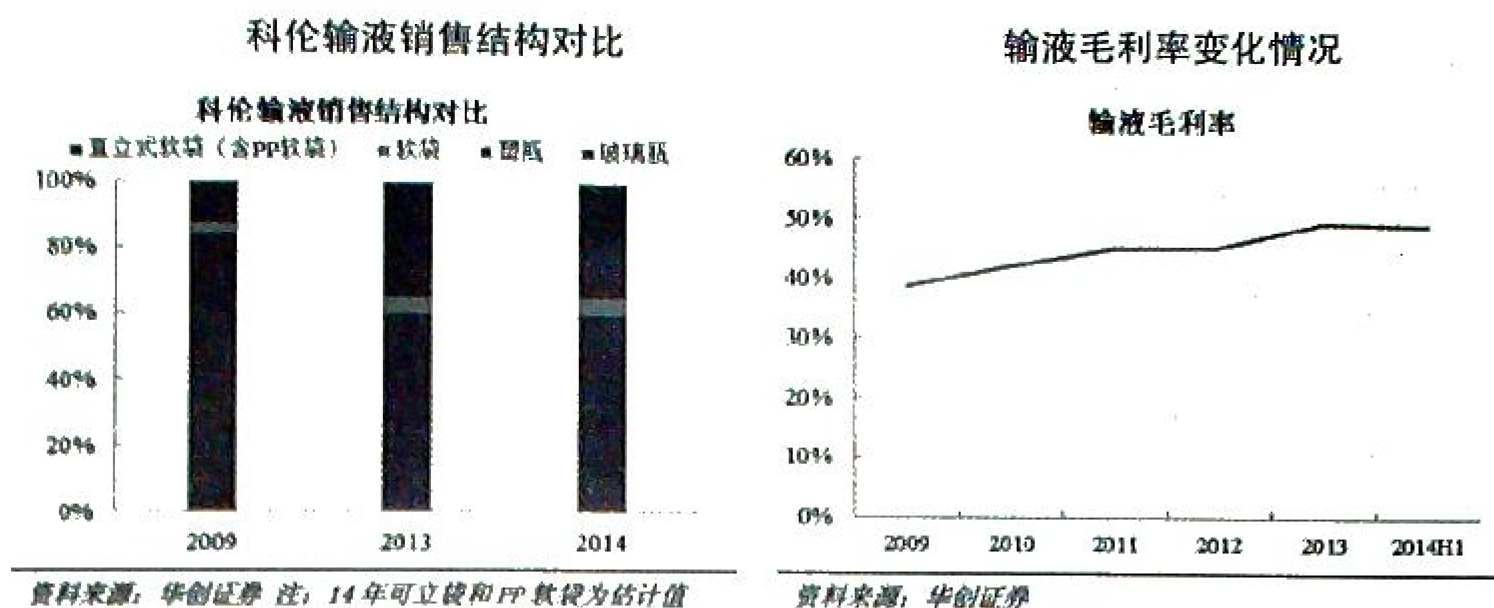
①大输液：

大输液整体供过于求，不过这里有些结构化的差异。(传统软袋和玻瓶的市场正在迅速萎缩，在新版 GMP 后塑瓶的产能出现集中释放因此在 14 年也出现了产能过程，并且价格一路下滑。但对于新型包装输液产品来说，生产的企业大体只有十几家，因此未来输液的主要看点就是产品结构升级，新型包装对传统包装品的更新换代。)

自抗限令颁布以来大输液行业绝对量逐渐下滑，从 2011 年的 145 亿瓶（袋）每年降低到了 120 亿瓶（袋），未来也暂时看不到行业增速扭转向上的因素。因此要想有超越行业平均的增速，一方面需要占领更大市场份额，另一方面就必须在产品结构升级上有较大的动作。从市场份额来看，目前推测科伦已经占比过半（14 年大输液约 64 亿），双鹤排名第二（14 年大输液为 25.6 亿），科伦规模优势更加明显，占有率依然有进一步提升的空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前从市场环境来看，2014年药品招标普遍缓慢，2015年招标可能有所加快，这为新结构产品进入市场提供了条件。从公司自身来看，目前15个子公司中已经有11个可以生产最高端的可立袋，并且都拿到了生产资质。2014年只有山东、贵州能生产PP软袋，在2015年将有多家子公司可以生产。如果这些新产品实现放量，有利于大输液综合毛利率的提升。



科伦输液销售结构对比　　输液毛利率变化情况

资料来源：华创证券 注：14年可立袋和PP软袋为估计值　　资料来源：华创证券

除此之外，公司还布局了其它一些较为高端的输液项目，比如肠外营养药，比如可用于重症，肿瘤、手术等的三腔袋，华瑞已经在短时间内做到了10个亿级别。未来如果三腔袋能扩展到普通门诊和住院科室将有较大的增长空间。2015年公司的双室袋和三室袋（肠外药物）可能获批，并且会先得到军队医院系统先生产批件，从而带动军队医院的放量。目前美国百特的同类产品终端价分别为200元/袋和400元/袋，公司定价低50%以上，因此有望抢夺市场份额。

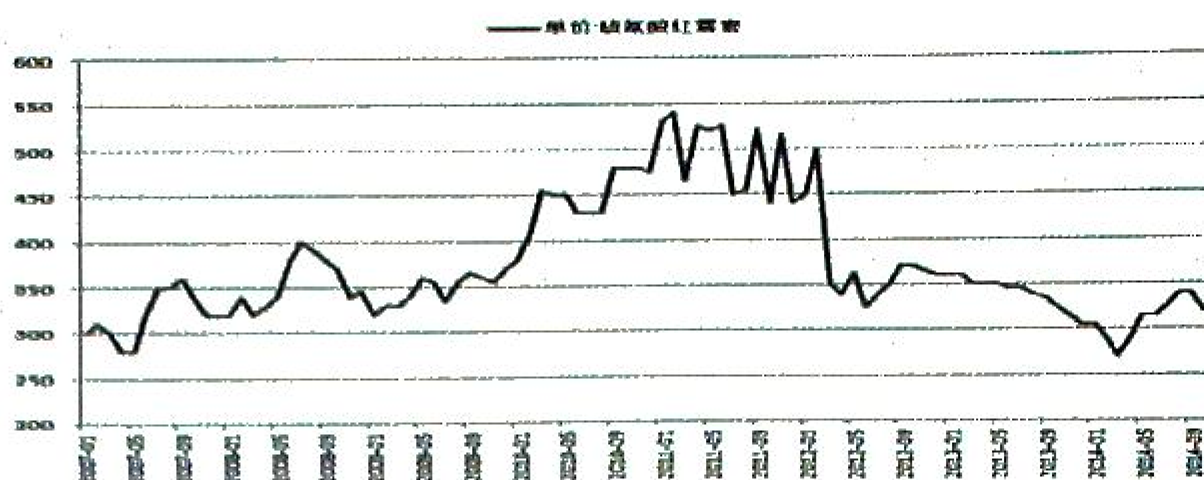
因此大输液主要就是看新品推出和产品结构升级的逻辑，短期2015年主要看医保能否密集招标。

②抗生素中间体

国内硫氰酸红霉素产能约为9000吨，科伦药业、宜都东阳光和宁夏启元各约3000吨产能。但这种供需状况在越来越严厉的环保政策压力下可能出现变化。2015年2月9日国内三大硫氰酸红霉素生产厂家之一的宁夏启元药业因为生产时的恶臭超标，被银川市环保局责令整顿。此前，银川市环保局已经发布通告责令宁夏启元整改。有业内人士表示，若无法限期完成整改或减产停产，按照新环保法，宁夏启元或将面临按日计罚、上不封顶的巨额罚款。

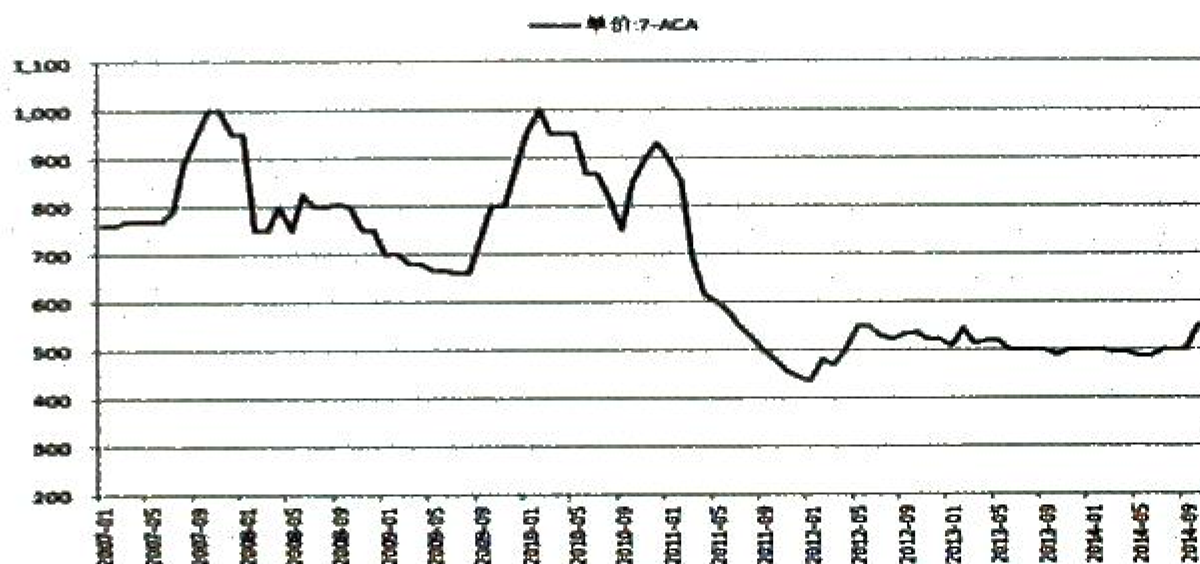
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硫氰酸红霉素价格走势图



值得注意的是，目前硫氰酸红霉素的价格处于 07 年以来的较低点。环保将成为一个重大的扰动因素，如果国内严格执行环保标准，将出现一些无法达标的产能被迫关闭的情况。虽然具体占多少无法精确预期，但从科伦投入了最高的环保投入依然面临很大环保监管的压力来看，这个数量可能非常可观。届时可能会出现两个现象：第一，整体产能下降，但需求基本是稳定的（至少中期几年来看是如此），供过于求的格局可能会变成略微的供小于求；第二，在供需格局变化影响下，产品价格出现上涨。这个局面如果出现，对科伦来说就是量和价的双击了，其对公司市场预期的扭转和股价的推动料想是明显的（硫氰酸红霉素的价格有点儿大宗商品的周期性特征，一旦这种产品价格进入上涨周期，市场通常会热捧）。

酶法 7-ACA 价格走势图



7-ACA 的也面临类似的情况，一些行业研究报告指出同样由于环保压力和生产成本上升，联邦等厂商的头孢中间体也面临减产和停产。受到这个因素影响，7-ACA 的报价已经从 2014 年 6 月的 500 元 / 公斤上升到了 600 元 / 公斤。

这些这对于科伦当然是重磅的好消息。然而，科伦自己的头上也悬着环保这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用均可办理 10倍保证金 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个达摩克利斯之剑。虽然科伦在新疆川宁的抗生素中间件项目上有着国内最高级别、国际先进水平的环保配置，投人达十几亿。但在14年一期项目下半年刚刚全面投产几个月，就被当地环保部门限产和停产，也是因为臭气问题。而且截止到当前的15年3月，这个问题依然没有解决。

（环保问题看来对行业是一视同仁的，科伦还面临着15年下半年二期工程的全面投产，如果还是无法彻底解决环保问题，那么这个巨额投资的川宁项目将面临无法投产或者只能断断续续开工的窘境。如果这样，对2015年公司业绩弹性大增的预期可能要落空了。对这个问题的进展，投资人恐怕无论如何关注都不过分。）

③药品研发

这块暂时不做具体的评估，因为要谈到财务上的贡献确实还比较遥远。比较乐观的预期是2017年开始，其大量当前储备中的新药能得以批准进入市场。但即便如此，哪怕是一个重磅新药刚刚进入市场也很难在短短1,2年间创造很高的产值，更不用说在科伦当前10亿净利润的基础上做到多大的业绩弹性。（这是由我国目前的药品审批和招投标体制决定的，一个千辛万苦终于获得了SFDA审批的新药，依然无法顺利进入到医院销售流通体制内，还需要通过漫长而复杂的全国招标。这点可以看看天士力早就获得批准的中药注射剂，在批准后的第五年都没有进入医保体系。）因此类似索非布韦那种推出1年就快破百亿美元销售额的奇迹，在我国目前的医药招投标体制下是不可能出现的。

因此药品研发是科伦未来长期的转型的方向，但短期在财务上的贡献可以先不做推测。当然重磅仿制药如果上市会带来市场预期的改变，那是后话了。

（另外初步接触科伦的药品研发资料真的感觉是蔚为壮观，不但研发和储备项目众多，而且是跨病种的广泛分布，对此我却有些担忧：从常识和看见的参照案例来看，专注于特定领域的研发型公司更容易出成绩，在一个病种领域内出现几个大产品后再逐步拓展病种范围是常见的现象。类似科伦这样把战线拉得很长，跨多个病种同时投入，让人担心它是否有足够的精力和实力。）

2）成本费用端

根据2014年半年报，公司上半年收入增长了24.7%，其中输液类产品增长了17.18%，非输液类产品收入增长了63.88%。但同期归属于股东的净利润只增长了0.47%。这其中有三个业绩的负面因素：第一是财务费用同比大幅增长；第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是塑瓶包装产品供过于求，价格大幅下降；第三是伊犁川宁第一期项目投入试运行，产能利用率很低导致的亏损。以上的三个影响也同样影响到了全年。

结合公司当前的经营状况来推测未来的状况，在费用端来看由于未来 1–2 年新输液产品和抗生素中间体产品密集投放，销售费用应无太大下降余地；药品研发是公司长期战略，并且研发也从来不是一蹴而就，因此管理费用应也没有太大下降余地；财务费用考虑到主要的投资将在 15 年全部完成建设，目前财务压力也比较大，公司应该有降低财务费用的想法。如果能降低 1 个点的费用，大约可以节省 8000 万。

毛利率的变动主要看输液产品的结构更新能否提速。目前产品结构中塑瓶占比还有 50%，价格战激烈毛利太低。目前可立袋等新型软袋的产品占比在 40%，并且全国 11 个子公司都已经可以生产，如果 15 年药品招标顺利的话，新型软袋产品占比提升将有助于毛利率的提升。此外，油价的下跌也使得占塑瓶和软袋生产成本 25%（生产成本占收入的 50%）的聚丙烯 pp 价格下降，15 年 1–2 月聚丙烯 PP 均价同比下降了 24%，据行业研究员测算其价格每下降 10% 对塑瓶和软袋的毛利率可提升 0.3 个百分点左右。但最终能否提升毛利率还要考虑到产品价格的变动因素。此外，油价下跌还带来了运输价格的下降，在 2014 年半年报中，运输费用居然占到了销售费用的 38.5%，占 14 年上半年营业收入的 5%，这是相当大的比重了。

3）销售费用

单位：元

项目	本期发生额	上期发生额
市场开发费	288,649,191.00	199,968,534.00
运输费	199,068,914.00	184,295,572.00
职工薪酬	3,793,981.00	3,120,868.00
其他	25,254,777.00	19,331,456.00
合计	516,766,863.00	406,716,430.00

2015 年油价如果保持在低位，再加上全国 11 个生产基地都已经可以生产可立袋等新软袋产品，这有望节省较大的运输费用。有行业研究员测算运输费用的节省可能提升 15 年输液业务净利润 10% 的增长。

最后一个关键因素还是伊利的川宁项目，2014 年第一期试运营，全年开工率不足上半年亏损 3600 多万，全年估计亏损在 6000 万左右。如果 15 年开工率提升则有望至少盈亏平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总的来看科伦药业的成本费用端可挤压的空间不大，并且这其中还包含了较多的不确定性（比如油价走势、价格竞争程度、川宁项目开工率等），因此成本费用端从保守的角度来看能有所改善就好，暂时看不到足以改变业绩格局的重要因素（除非可立袋快速替换塑瓶，那对毛利率的影响最大）。

6. 产能及外延端

截止 2014 年底，公司的重大在建项目主要就是伊犁川宁项目了，这也是未来 2 年业绩弹性的主要来源。

伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目	否	164,376.2	164,376.2	0	164,376.2	100.00%	2015 年 06 月 30 日			否

根据公司的规划和在互动平台中的交流，川宁二期项目将于15年7月底投产。目前川宁项目最大的问题就是臭气超标，截止 2015 年 3 月川宁的一期项目已经暂时停产了——川宁项目对于科伦的重要性怎样强调都不过分，据公司董事长的介绍，川宁的项目一旦停产要恢复生产起码需要 2.5 个月的时间，只要停产一次就影响到全年生产的四分之一。

三、主要风险

★伊犁川宁项目能否顺利按时达产

从 14 年底已经传出一期项目停产，主要原因是生产过程中产出的异味。在 2 月份公司曾经提出解决方案：建设数十台洗涤塔及配套设置，厂区无组织废气汇总收集进入密闭管网净化处理，建设 120 米烟囱等措施。之后在 14 年 12 月 20 到 25 号确实很快的完成了上述配置，但 1 月 21 日还是有如下报道出现：

1 月 21 日上午，州政府副秘书长滕学刚带领专项工作组，现场检查川宁药业限产措施落实情况。截止当日，8 个生产发酵罐已关停 6 个，连续监测显示，异味气体浓度显著降低。对是否保留剩余 2 个发酵罐继续生产，州环保局请来自治区环保专家，将共同监测三天再做出评估。工作组要求企业决不能擅自增加发酵罐的生产。更有投资人从环保官方网站查询到消息（来自投资者互动平台的记录）：2015 年 1 月 23 日，川宁公司臭气浓度从 11 个点位超标降至 5 个点位，超标倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 16.75 倍降至 6 倍。这是在环保设备完全启用后并且大多数发酵罐停产时测得的数据。

如果这些信息属实，那么川宁项目解决环保问题并全面开工的前景不容乐观。当然，这些问题过于专业了，作为普通投资人是很难寻到答案的。从另一方面想，川宁的投资之大是实打实的，这一方面说明科伦药业对此项目没有退路，会全力解决问题。另一方面，国内的抗生素中间件工艺都差不多，为何别处投资额更低、环保配置还不如科伦（这个还需要核实）的制造基地却反而可以达标运营呢？如果科伦以国内最高标准的环保配置还无法达标，那整个抗生素中间件的国内供应是否都会停止呢？这似乎可能性不大。

在我看来这个不确定性是很难消除的，只不过在不同局面下意义不同：当市场对它很悲观而给予低价格的时候，这个不确定性带来的更多是希望。相反，如果市场给予其高价格和很乐观的预期，那么这种不确定性就成为了威胁。

至于新疆局势的动荡等潜在风险，由于伊宁处于新疆农四师的基地，其安全风险和由此导致的生产风险应该不大。

新疆川宁这个项目，如果去翻翻以往的信息，无论是券商调研报告还是 13 年股东大会上董事长的发言，都已经不止一次出现过“马上就要贡献收益”类的乐观预期，然而结果全都频频落空。当然，做一件真正的大事业是没那么容易成功的，这可以理解。但从以往的情况来看，对于科伦的项目进展还是需要留一份谨慎而不能想得太乐观。

★公司治理和诚信风险

从业务分析上来看科伦药业很像一个踏踏实实做事业，并且具有强烈的产业雄心的公司。但让我惊讶的是，这个公司居然在治理上曾经出现过那么多问题，我们可以看下面这段新闻报道：

2013 年 5 月 3 日，因在 2011 年收购崇州君健塑胶时未披露四川惠丰投资发展为关联方，先后收到证监会四川监管局下发的对公司采取责令改正措施的决定和证监会下发的调查通知书。仅仅半年之后的 11 月 27 日，科伦药业再次收到证监会四川监管局下发的责令整改决定，因公司存在未披露子公司对外担保情况、部分无形资产披露不完整、个别募投项目延期未披露原因等多个违规行为，被责令整改。2013 年公司的年报由于关联交易不清晰等问题，还被毕马威出具了“保留意见”；2014 年 7 月 7 日，公司公告收到证监会调查通知书，因与久易贸易之间的交易被立案调查。由于上述违规行为，公司接连受到监管层的警告以及罚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款等处分。此外，中国银行间市场交易商协会也对公司实施警告，并暂停其相关业务三个月等。

从乐观的角度来说的话，这至少表明公司在治理上存在着严重缺陷，而且屡次发生说明公司对此缺乏足够的重视。如果更进一步想就有点儿严重了，公司的诚信问题需要好好斟酌一下。科伦公司的领导层肯定是能人，能人的好处是能做成事儿，但也容易不受约束的做事。一个公司如果在诚信上有了可疑之处，哪怕其业务非常吸引人，也必须从仓位上予以控制了。

就目前来看这两个问题可能是科伦最大的风险所在，其它的比如摊子铺的太大、药品研发进程可能比预期慢等等基本还属于一般的经营风险。

其它重要问题

★管理层和董事长之子大手笔的增持

2014年11月19日科伦药业公告，部分管理层计划购买公司股份已实施完成。自科伦药业5月21日发布高管增持计划后，自2014年9月19日至2014年11月17日（在此期间公司的股价在28-34元之间波动，中线是30元），公司董事兼总经理程志鹏、董事兼副总经理潘慧、刘思川，副总经理兼董事会秘书冯昊等管理层通过深圳证券交易所二级市场合计增持或购买公司股份3716771股，占公司总股本0.5162%。其中公司董事长刘革新之子刘思川此次耗资约1亿元，共买入312.6万股，约占此次增持股份的84%。

★哈沙克斯坦KAZ输液项目与国际化

在前面我们分析美国百特公司业务的时候，曾经发现百特的业务中国际收入长期超越国内收入，由此可见大输液项目的国际化是一种可能的增长途径。以下是这个项目的一些信息：

科伦药业kaz项目总投资7000万元人民币，建设符合欧盟GMP标准的塑瓶输液生产线和抗肿瘤注射剂生产线各一条，塑瓶输液生产线年产输液6000万瓶，基本满足哈萨克斯坦市场需求，并能依托哈萨克斯坦有利的地理位置适量出口中亚各国；抗肿瘤注射剂生产线，满足哈萨克斯坦中高端抗肿瘤药物的市场需求。

另外，据券商调研信息透露，14年该项目一期已经投产，其塑瓶包的终端售价是国内的6倍（国内不超过1元，国外1美元）。如果6000万瓶完全达产，创收约为3.6亿，净利润贡献约为5700万左右。虽然这单一的项目对公司业绩贡献有限，但其国际化的进程和规划仍然值得注意。

★2014年业绩的探讨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据 2014 年的业绩快报，公司收入 79.9 亿，同比增长 17%，净利润 10 亿，同比 -7.22%。显然这是个很灰头土脸的业绩。不过把它放在科伦整体的经营背景下来看，也许更客观些。公司的收入增速在大输液行业普遍萎靡的背景下已经算良好了（大输液另一龙头华润双鹤的医药工业收入同比 -2.5%），并且可以预见其非输液业务的增速依然能保持在较高增速上。

对于净利润的下滑，很大程度上是非输液业务导致的。川宁一期虽然 14 年中投产，但产能利用率还很低，全年预计亏损达到 6000 万，光这一块对净利润的拖累就不小。再算上为了支撑川宁二期建设和大量研发项目的投入，财务费用比以往正常情况起码高了 1 个百分点（大约 8000 万），如果扣除这些直接的"负担"，14 年的净利润同比 13 年应该是正增长的。

但这种对于目前业绩的拖累，却又是决定科伦未来所必须的投入。放在这样的背景下来看，科伦短期的业绩萎靡也许存在一定的假象。

四、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）科伦药业在过去几年饱受限抗令、大输液市场萎靡的折磨，业绩和市场形象都持续低迷，上市四年来还未脱离发行当年的价格区间。但其 11 年开始投入建设的抗生素中间体项目，经过 4 年建设即将在 15 年下半年全面建成投产，其业务的覆盖面和业绩的弹性都已经与之前不可同日而语。

2）新环保法的执行，将对抗生素原料药市场带来巨大影响，抗生素中间件在需求稳定的背景下其供应可能明显下降，从而带动价格进入上升区间。目前硫氰酸红霉素价格基本稳定在 290 元 /kg 水平，今年价格可能会继续上升。头孢中间体价格自去年 6~7 月以来基本呈现上升态势，尤其是 7-ACA 自去年 6 月以来已涨价 40% 以上。公司的产能投放有可能恰好碰上价格的上升区间。

3）公司的主业输液产品依然在市场占有率提升、包材结构升级、产品类别扩张、国际化市场等四个方面具有一定的增长潜力，尚未达到天花板。2015 年新一轮招标有望展开，公司 11 个子公司已经具有可立袋和 PP 软袋生产能力，有望推动公司包材升级加速。此外油价低迷和包材本地化供应，有望大幅降低运输费。此两点分别有利于短期的毛利率和费用率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4）公司花费巨资和数年心血构建的抗生素全闭环大产业链即将成形，从逻辑上推理这一模式具有较好的经济性，并且也较好的利用上了自身的规模优势。如果这一战略在15年正式全面合围，长期来看能强化其在大输液、抗生素制剂、抗生素中间件三个领域的竞争优势。

5）公司对药品研发的转型投入极大，起点也很高，目前在等待SFDA审批的药品储备数量已经仅次于恒瑞医药。虽然短期内药品研发无法带来有意义的财务贡献，但随着药品获批，特别是重磅药品的获批，市场对它的预期可能会发生相当大的转变。目前国家药品审批体制也在改革中，如果有重大改革，对药品储备丰富的公司也可能形成一种催化剂。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	商业价值较高，抗生素产业链本身需求短期不会消失，并且这个行业非常依赖成本优势和规模效应，天生容易出现垄断型的公司
扩张的边际成本，轻资产	重资产，扩张需要大量的资本投入，凝固的大量资产本身又形成了一种进入的壁垒
高客户粘度	否，价格战为主
弱周期性	一般，抗生素中间件具有化工品的周期性特征，对制剂的毛利率影响较大
强竞争优势	在大输液市场占有率领先，成本优势也较大。抗生素全产业链达成后，有望形成更牢靠的规模优势和成本优势
管理层和治理	管理层能力强有产业雄心，但公司信息披露上屡屡出现重大问题，值得警惕
R 特征	R<R'，无论净利润率还是总资产周转率都有较大提升余地，目前的ROE可能是一个阶段性的低点
N 特征	如果川宁项目成功，N将较长
g 特征	资金压力大，再融资需求大，分红率应不高，g增长应较快
总结	比较典型的未来优势型企业，大输液主业尚有发展的余地，新项目格局很大并且对公司未来形成决定性的影响。不确定性有些高，特别是公司信披制度上的问题让人对其治理有些担忧。科伦的优势在于战略规划，危险之处也在于摊子铺得广压力大，时间拖得越久越不利，2015年是个重要的节点。

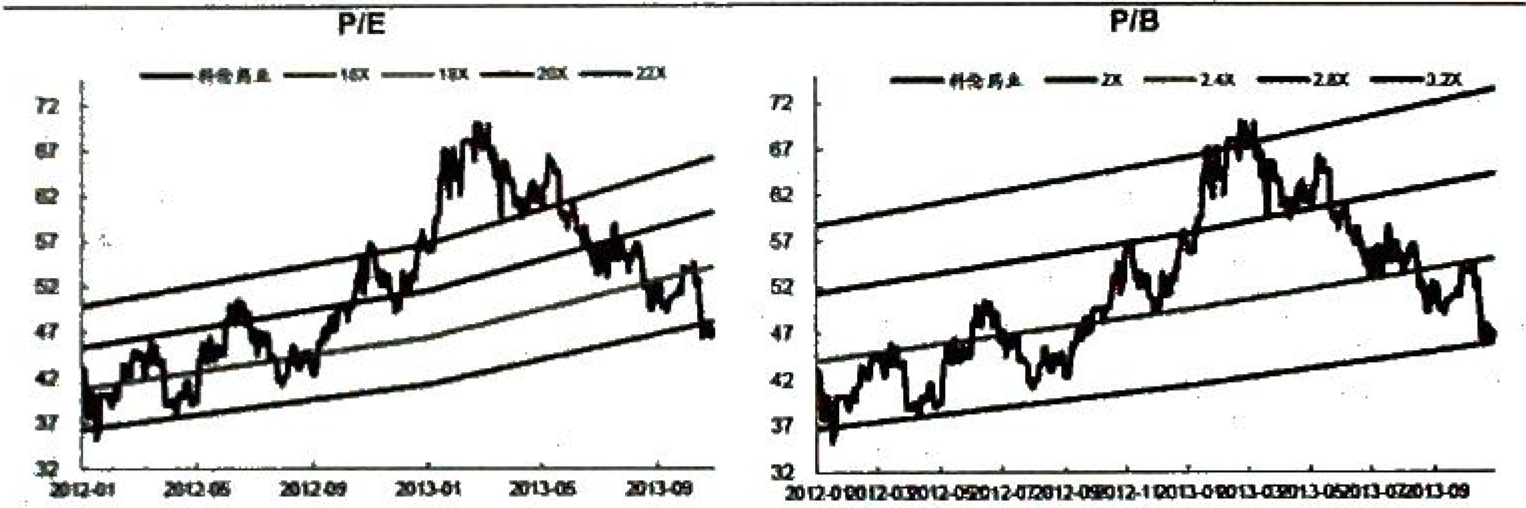
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 估值评估

《股市进阶之道》P288

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	价值创造的中期阶段，输液缓慢增长，抗生素中间件提供弹性，制剂和药品研发决定未来
	生意特征是否符合 DCF 三要素	业务的可持续性较强，抗生素产业链属于不可或缺的需求； 目前还处于投入期，短期现金流压力大的格局难以改变，但满足正常经营需要应该问题不大
	盈利的确定性	较低，受到较多变量因素的干扰。好消息是反正 14 年的业绩基数也很低，未来只要实现主要的几个预期即可有一定的增长
溢价折价定性	如果其战略转型成功，特别是转为抗生素全产业链龙头 + 药品研发一线企业，那么应当享有溢价。	
市场参照体系	自 2010 年以来公司一直处于医药行业中的折价状态，这与大输液行业整体不景气，并且其未来趋势也不存在根本性扭转的基本面有关。从估值来看，PE 基本运行在 16 倍到 20 倍之间，考虑到市盈率对于它这种业绩不太稳定并且有一定假象的情况容易失真，再看其 PB 的底部基本在 2 倍，顶部出现在 3 倍左右。以 2015 年 2 月 35 元的收盘价来看，PB 为 2.35，PE 为 25 倍，这个静态估值基本接近底部区间，如果 15 年经营情况好转，长期被压制的估值有可能有进一步上升的余地。当然，在其未能升级转型成为真正的研发型医药企业之前，类似恒瑞医药动辄 6、7 倍的 PB 是不容易，也不应该出现的。	

历史 P/E,P/B



资料来源：Wind 中金公司研究部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　利亚德案例

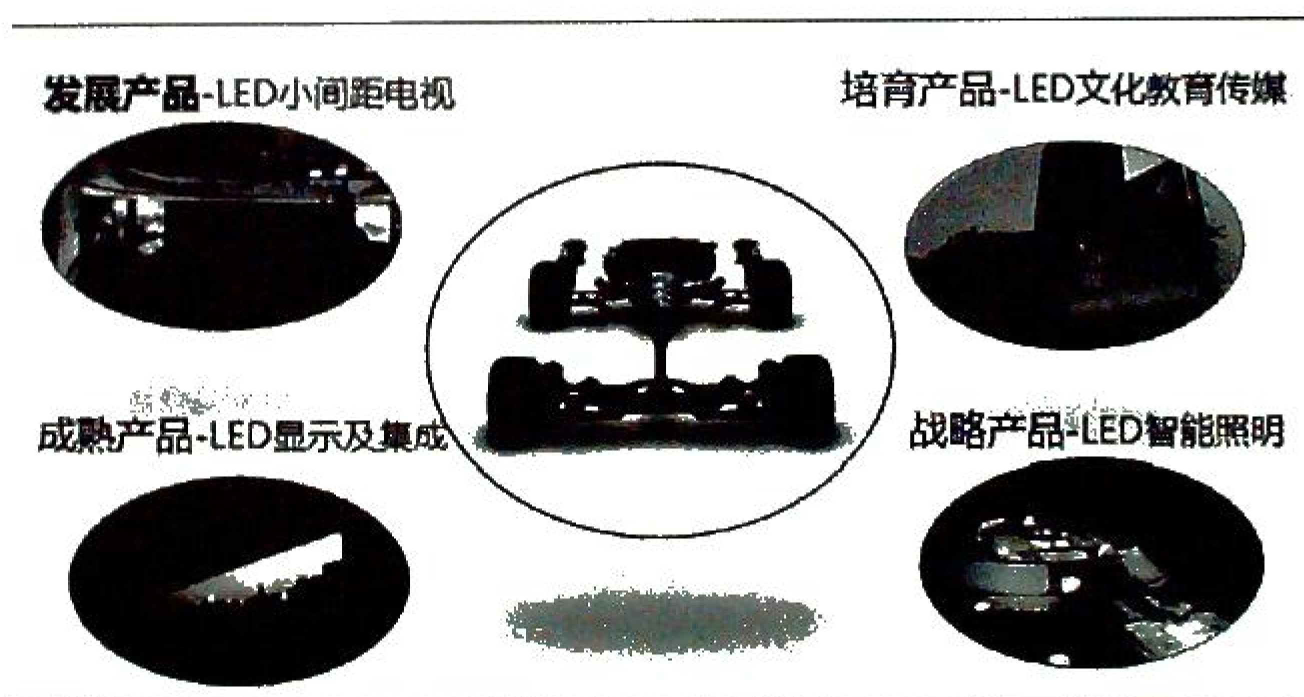
一、基本企管科及生意特性

1. 公司基本情况：

利亚德是 LED 显示屏制造商，2007 年开始研发小间距 LED 电视（显示屏），2012 年正式进入市场。在 2 年多的时间里，公司的小间距电视订单从 0 起步到 2012 年 2 亿元再到 2013 年 3.3 亿，2014 年的订单继续保持高速增长，在小间距 LED 电视领域公司目前的全球市场占有率已经达到 70%，遥遥领先于其他厂商。更重要的是，小间距 LED 产品的推广可能刚刚进入高速成长期。

公司董事长李军博士从事 LED 显示行业二十多年，公司的管理团队和核心骨干均有股权激励、治理较为完善。利亚德目前确定了四轮驱动的战略：

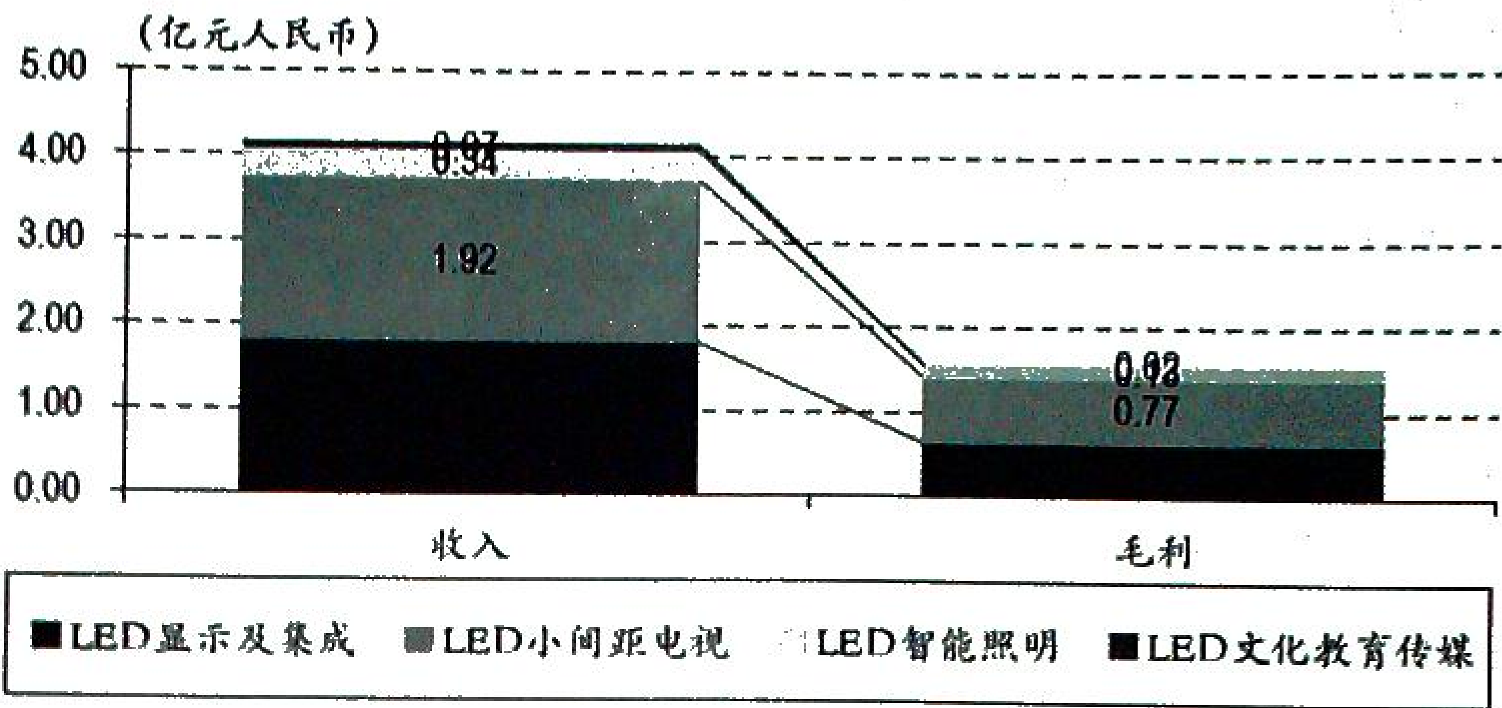
利亚德四轮驱动战略



资料来源：利亚德，中银国际研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年上半年公司四大业务领域收入与毛利



LED 显示集成是成熟市场，竞争激烈。2014 年 LED 小间距电视产品的收入和毛利首次超过了 LED 显示和集成。从这个结构占比来看，对公司业务的分析可以只看 LED 显示集成和 LED 小间距电视，其他 2 个业务暂时不是核心，因为收入占比很小近几年内财务贡献有限。在需要考虑的 2 个业务中，显然最大的看点就是 LED 小间距电视，这样分析就可以聚焦在这一个点上了。

2. 基本生意特征

	2014 年 3 季度	2013 年	2012 年
营业增幅	+107%	36.76%	+13.25%
毛利率	37.48%	35.57%	34.43%
三项费用率 销售费用率 管理费用率 财务费用率	24.72% 12.31% 11.1% 1.31%	22.93% 10.78% 11.68% 0.47%	20.98% 9.92% 11.18% -0.12%
扣非净利润增幅	+88.79%	+33.85%	+5.48%
资产负债率	41.39%	40.7%	30.3%
应收账款占收入	70.9%（去年同期 80%）	51.1%	54%
净运营资本	6.33 亿	4.56 亿	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年 3 季度	2013 年	2012 年
固定资产占总资产比重	3.69%	4.51%	3.92%（上市前的 11 年 4.13%）
净资产收益率 净利润率 总周转率 财务杠杆	10.24% 12.72% 0.48 1.7	11.45% 10.31% 0.71 1.57	12.71% 10.23% 0.78 1.59
经营性现金流 / 净利润	-0.02	0.07	-1.37
分红及增发情况		分红占当年净利润比例 28.05%	分红占当年净利润比例 25.77%

★业务的毛利率属于制造业里中等偏上水平，值得注意的是费用率较高，最终导致较低的净利润水平。结合公司所处的产业情况来看，客户分布广泛、竞争中技术要素的比较重要，公司又是以直营作为主要的销售方式并且短期内看不到重大的销售模式改变，因此较高的费用率大概率将会持续，甚至随着小间距 LED 产品竞争激烈，费用率还有上升的可能性。

★毛利率呈现出稳定上升的局面。在影响毛利率的几个要素中（成本下降、定价上升、产品结构变化），最重要的应该来自于产品结构的变化：从 2012 年开始小间距 LED 电视在营业收入中的占比快速提升，并且目前小间距产品的毛利率更高。从趋势来看，短期随着小间距产品继续增长并且市场供应尚未过剩，其毛利率可能还可以保持。特别是短期 1-2 年内如果小间距 LED 产品爆发性增长，在占据主要收入时会对毛利率有进一步提升的驱动力。但半导体行业的基本特征是大概率进入价格竞争，因此从中期来看毛利率有下降的压力。但考虑到其老产品 LED 显示系统的毛利率目前依然有 35% 左右，因此暂时看不到毛利率大幅向下波动的危险。

★结合毛利率短期有进一步上升但中期可能小幅下降、费用率下降可能性低上升可能性高的判断，未来公司的净利润率水平维持现状的概率较大，至少看不到净利润率明显上升的因素。这里还有一个关键因素来自灯珠成本——灯珠成本占 LED 总成本的 80% 以上，从行业资料来看灯珠成本呈现长期下降趋势，这有利于公司毛利率的稳定。如果公司能通过资本手段并购上游灯珠企业，实现产业链的纵向整合，则可望对毛利率有积极影响，不过目前尚无此动向。

★由于净利润率的各项要素指向短期小幅上升、中期小幅下降的态势，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司业绩最重要的激发因素就是收入增长。所以利亚德的投资逻辑也就更聚焦了：主要就是研究它的市场空间和收入增长的各项拉动因素。

★公司的固定资产占总资产的比重相当的低，即使在上市前也仅有 4% 多，属于典型的轻资产类公司，因此产能的建设也不是关键。它的资本性支出肯定主要用于收购兼并，对于收购兼并的财务贡献和战略协同作用值得关注。结合公司年报可知，2013 年公司只有 1220 人，可见这个行业也不属于需要很多劳动力。这样可以认为，LED 显示这个生意在资本密集和人才密集两方面都不是特别突出，这可能也部分解释了为何在国外行业的集中度也很低。

★公司的净运营资本较高，相当于当期净利润的 65% 以上，表明它在产业链中的地位比较弱势，这也部分解释了为何它每年的经营性现金流都远远低于当期净利润。应收账款占比高，需要关注——不过这似乎是产业特点决定的，不是公司自身运营失当造成的。

★作为典型的低利润率公司，它要想获得高的 ROE 必然要么依靠总资产周转率，要么依靠财务杠杆。总资产周转率方面，由于它属于典型的轻资产，不需要持续大规模生产线的建设支出，如果销售规模持续放大，其总资产周转率还有较大的提升空间。财务杠杆方面，目前资产负债率 41% 也还有一定的提升余地。过去 2 年分红基本保持在了当年净利润的 25% 以上，若可持续，也有助于总资产周转率的提升。总的来看其 ROE 还有明显的提升空间，主要驱动力来自销售规模提升率明显超越总资产增长率。

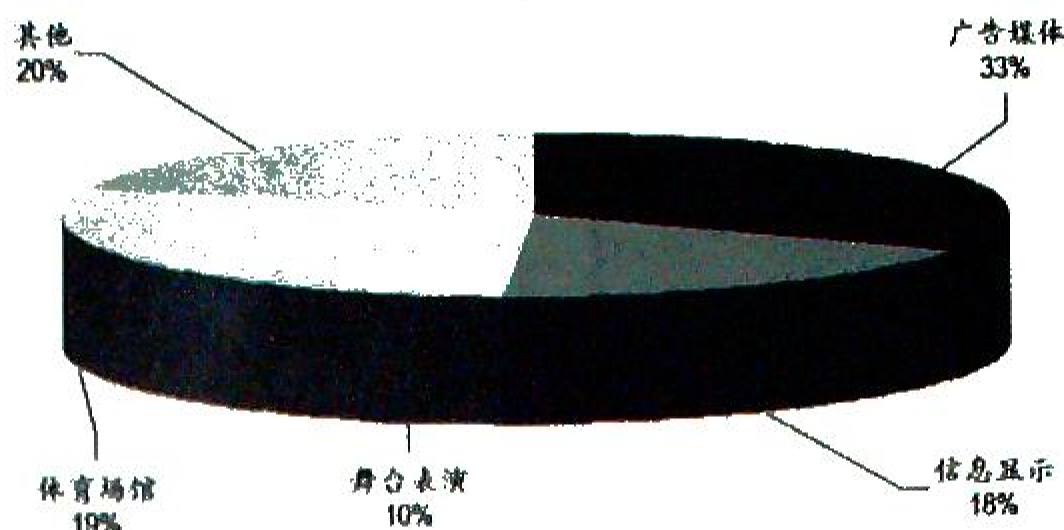
二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力：

LED 显示屏相比其他显示技术具有自发光、色彩还原度高、刷新频率高、省电和易于维护等特点。特别是在室外超大显示领域，LED 所具有的高亮度和可经济的实现超大尺寸这两个杀手锏，使得其在这一领域基本没有可抗衡的其他技术方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

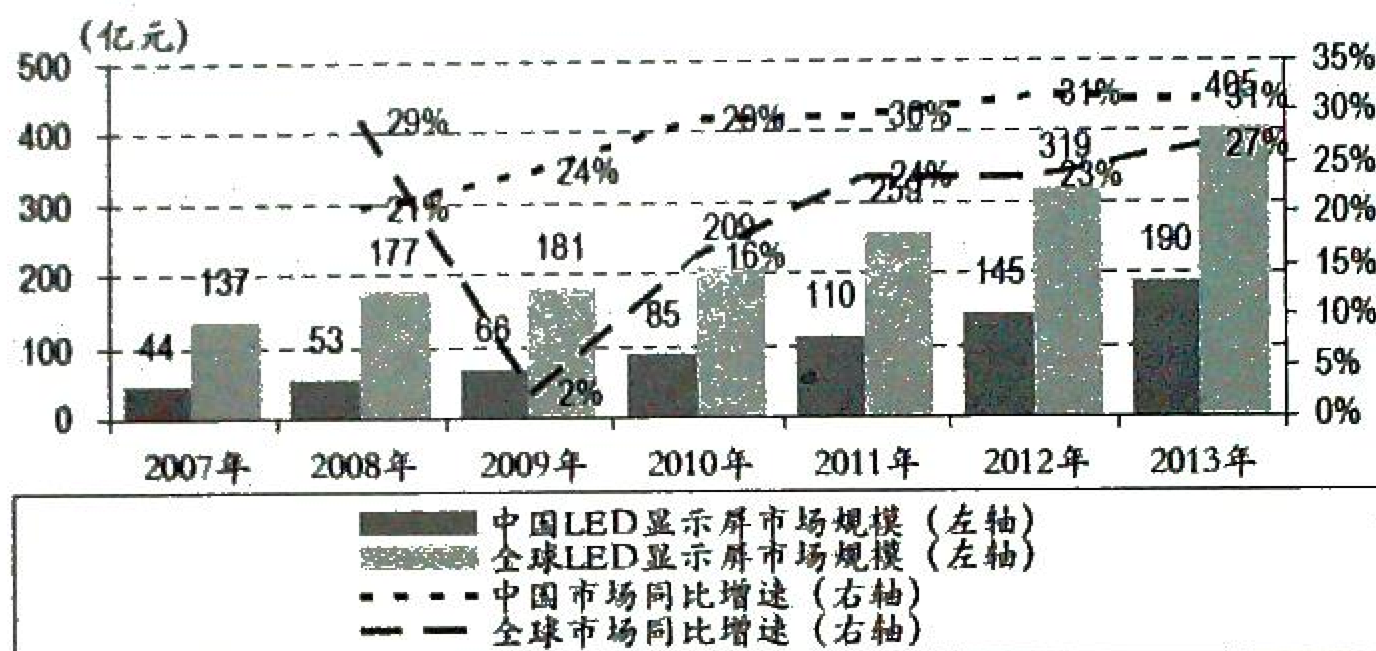
2013 年我国 LED 显示屏主要应用



资料来源：LEDinside，中银国际研究

从传统的 LED 显示屏下游应用格局来看，广告用途占到三分之一多，其次是体育场馆和信息显示（比如车站或者指挥机构）。根据券商报告的资料，全球 LED 显示屏的市场规模 2013 年大约为 400 多亿元，中国是全球第一大市场约为 190 亿元。

全球与中国 LED 显示屏市场规模



资料来源：LED 显示应用行业协会，中银国际研究

这个图有些意思，首先全球市场的增速似乎波动更剧烈，特别是 2008 和 2009 年出现剧烈的波动，而中国市场却保持着比较稳定高速的发展，甚至在 2008 和 2009 年都是如此。另一个奇怪的问题是从行业增速来看 2012 年 LED 显示屏的增长情况相当不错，那么为什么利亚德的 LED 显示和集成业务却在那年出现 -20% 的滑坡呢？从 2012 年利亚德和洲明科技的财报情况以及管理层分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看，2012 年全行业的情况应该是比较糟糕的（利亚德的传统 LED 显示屏收入下降 20%，洲明科技也仅有 10% 的增长），这里怀疑图中的数据有误，或者呈现低端还有市场但高端产品受影响大的结构性影响（与毛利率最高的利亚德反而负增长的情况相符）。

根据券商报告的资料，LED 显示屏的市场集中度较低。全球的制造商中规模最大的是美国达科，但其市场占有率也不超过 10%，且 82% 的收入均来自北美地区。排名第二的比利时巴可公司的 LED 销售规模仅略微高于中国国内龙头企业。按区域产值来算的话，目前中国 LED 厂商已经占据了全球最高的份额，这主要得益于背靠中国大陆的巨大市场，以及成本优势和响应速度。近年来中国龙头 LED 显示屏公司如利亚德、洲明科技等的海外收入占比都明显提升。

以 2013 年利亚德收入 7 个多亿而中国市场 190 亿全球市场 400 亿来看，这显然是个大行业里的小公司。但全球市场集中度普遍很低这点可不是什么好消息。低集中度的市场一般说明有结构性的缺陷，比如进入壁垒太低、规模效应不明显、品牌要素不明显、客户黏性不强、产品更新换代太快行业格局难以稳定等等。在一个最终难以形成高集中度的市场里，龙头的意义往往并不大，因为那无法换来可积累和不断放大的优势。另一方面，这也容易影响公司创造价值的持续性——因为一方面市场不可能无限大，另一方面你的市场占有率却又很难持续提升，那么靠什么维持较长时间的增长呢？而价值创造的周期长，恰恰是高价值企业和可溢价类公司最重要的特征之一。从这点来看，对利亚德要更加谨慎些，另外整个 LED 产业在如此快速的行业发展中，居然龙头公司的 ROE 都没有谁达到优良的水准，这可能进一步从侧面证明这个行业难以形成持续的竞争优势也难以获得持续的超额收益，而更多是短周期内冲浪型的公司（弹性高但持续性差）。

	过去几年年的净资产收益率
利亚德	2012 年 3 月上市，2012 年 ROE12.7%，2013 年 11.45%
艾比森	2014 年 8 月上市，还不明确
洲明科技	2011 年 6 月上市，2011 年 12.74%，2012 年 4.09%，2013 年 5.72%

当然这几个公司虽然都是做 LED 的但主攻的方向不太一样。艾比森主要是做 LED 照明，洲明科技是 LED 显示屏，利亚德重点逐渐转型小间距 LED，因此在毛利率等各方面也有所差别。2013 年利亚德的 LED 产品收入在 7.5 亿，占

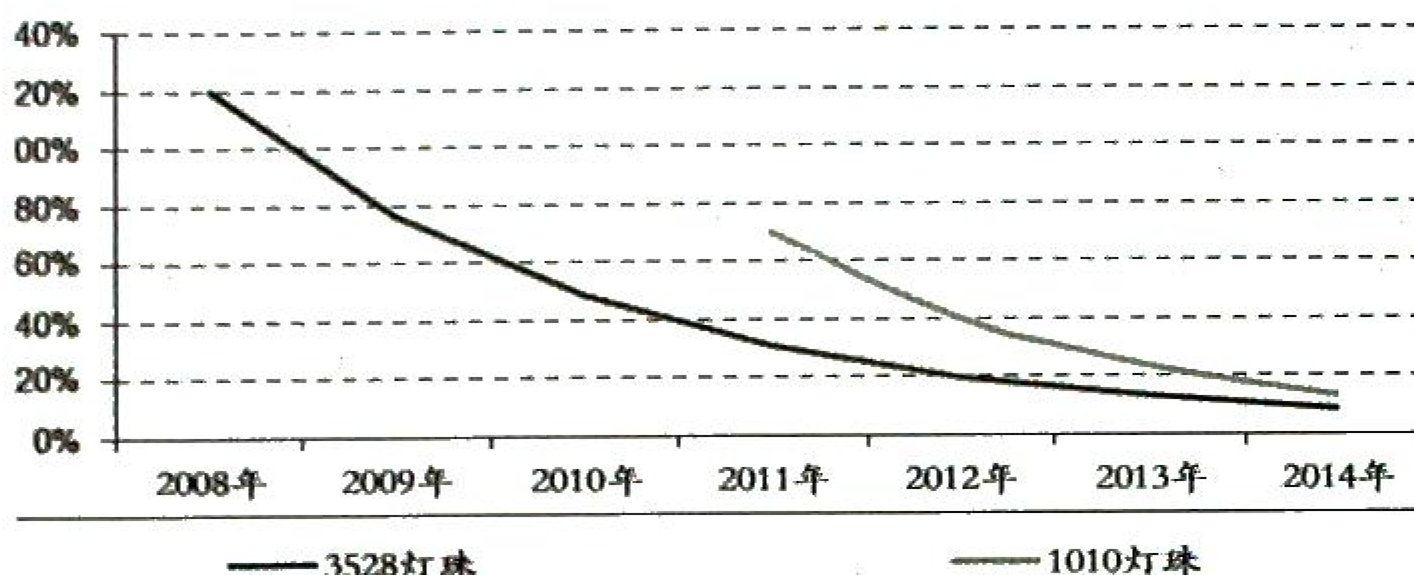
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2013 年 LED 显示屏 190 市场空间的 4% 左右。从市场份额的角度来看还有一定的提升余地。但如果看不到行业格局发生大改变的要素，那么利亚德的成长逻辑可能不适用于“大行业，小公司”，因为市场集中度很可能根本就上不去。这就需要转为另一个视角：不断创新开拓新的市场空间。

虽然 LED 显示屏已经广泛应用于各类场所，特别是室外大屏幕显示领域。但传统 LED 显示屏的不足之处表现在：由于构成 LED 发光最基本材料单位的灯珠之间间距大，所以分辨率低，只适合在室外的远距离观看。要提升其分辨率，必须将灯珠的间距缩小，由此会带来成本的快速上升。所以一直以来小间距 LED 显示屏都未实现大规模的商业应用。然而由于 LED 属于典型的半导体产业，摩尔定律依然发挥着其强大的威力。随着技术进步封装器件（灯珠）的成本正在快速下降，小间距 LED 显示屏的商业应用价值由此具备了现实基础。

LED 显示屏封装器件价格快速下降



资料来源：中银国际研究

特别对于小间距 LED 显示屏技术来讲，灯珠成本占传统 LED 显示屏的总成本已经高达 80% 以上，小间距产品只会更高。并且随着技术进步间距越做越小，灯珠的应用量急剧上升，灯珠价格下降几乎成为推动小间距 LED 技术实现商业化的最大推动力。行业资料显示，广泛用于 P2.5–P1.6(数字代表灯珠的间距，比如 1.6mm) 规格小间距 LED 显示屏的 1010 灯珠价格，其年复合降幅接近 40%！半导体产品价格下降的趋势基本不可逆，而成本大幅下降后其无须拼接、清晰度高等优势将可能带动 LED 显示屏的更新浪潮，这构成了 LED 小间距投资的主要逻辑——又由于小间距 LED 产品在 2014 年已经成为公司占比超过 50% 的第一大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入来源，并且其毛利率也高于传统 LED 产品，所以利亚德的整个投资逻辑也就非常清晰地指向了小间距 LED 显示器这个关键驱动力。

根据行业资料和券商调研资料，小间距 LED 显示器的下游应用可以分为 5 类，每类的基本情况如下表：

类别	应用领域	基本市场空间
专业室内大屏显示	各类军事和社会管理的指挥机构	目前以 DLP 投影、LCD、PDP 拼接屏幕等为主，2013 年大屏拼接市场据统计为近 60 亿，未来预估超过百亿
普通室内大屏显示	各类室内的信息公告、商业广告等，属于室外 LED 向室内应用的延伸	这部分尚未看到确切的数字，普通室内应用的单个项目虽然较小，但考虑到这类应用的规模应该远超过专业室内显示，预计市场空间应该不小于专业室内显示屏
商务会议和教育领域	主要是瞄准投影机的替代，因为投影的尺寸一般在 100–150 寸，正好是小间距 LED 的优势范围	2013 年全球投影机市场规模 600 多亿元，其中中国约为 120 多亿
高端家用电视	主要瞄准 100 寸以上的高端电视，这部分在性能和成本上有明显优势，110 寸以上以投影仪为主	预计到 2020 年高端家用投影仪占投影仪市场 5%，液晶电视市场中 10 万元以上（对应 85 寸）的需求量为 20 万台
影院及放映厅		暂无数据

由于这还是个发展中的市场，精确的市场空间难以估计，但潜在市场来看国内的整体潜在市场空间在几百亿级别是可能的。从以上的几个潜在市场来看，室内专业显示是最现实的需求（要求高，不差钱），普通室内显示也有望得到渗透（价格下降，广告宣传越来越密集的需要），商务会议和教育领域、以及高端电视和放映厅这部分虽然潜在空间大（特别是高端电视），但面临着激烈的外部技术竞争，比如 DLP 投影、激光电视（本质上也是投影）、LCD（用 LED 背光，面板还是液晶）。它的焦点首先还不是行业内的公司如何能分个高下，最重要的是在性能和成本的综合较量中战胜其他的室内高清显示方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



室内大屏幕显示技术优劣对比

显示技术	拼缝	显示效果	分辨率	成本	使用寿命
DLP背投拼接	★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★★
LCD拼接	★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★
PDP拼接	★★	★★★★	★★★★★	★★★★	★
投影及融合	★★★★	★★	★★★★	★★★★★	★★
小间距LED显示	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★	★★★★★

资料来源：中银国际研究

在这其中，成本显然是最大的杀手锏（目前还未取得全面优势），如果小间距 LED 显示屏（主要是灯珠）的成本继续大幅下降，它的优势就出来了，然后才谈得上大规模替代的市场空间问题。2012 年 P2.5 的小间距 LED 显示屏每平方米价格在 10–15 万元，到了 2014 年，主流品牌的同类产品价格已经下降到 6–8 万每平方米（低端的报价到了 3 万，小间距产品也有高中低档次差别，与选用的元器件和客户定位有关）。由此可见半导体产品的价格下降确实厉害，2 年不到的时间 P2.5 主流产品的价格就下降了 40%。如果这种价格下降的趋势保持，那么可能几年之内小间距 LED 就会对目前室内显示的其他技术产品产生明显的冲击。

不过，这也说明了半导体公司为何长期来看很难赚到钱，即便 2 年后的销售规模提高了 1 倍，但如果价格下降了 50%，公司的营收规模还是原地踏步的。并且又由于半导体行业下游的竞争是开放性的，没有绝对的壁垒（不同于少数上游掌握尖端科技的芯片厂商），所以很难垄断，供应一下子就上去了，产品之间的差异化程度又没有那么高，最终导致的就是市场集中度总也没法大幅度提升。所以这种行业需要对行业景气比较敏感，可投资的周期也比较短，这点要特别注意。

综合来看，小间距 LED 产品可能沿着专业和商业室内显示、商务会议和教育、家用电视的进程发展。第一阶段的市场空间几年内来看可望达到百亿级别，第二阶段的市场据商家和券商估计略大于第一阶段，高端家用电视市场最大。

另外，海外市场也值得关注，近几年其海外收入增长迅猛。但我个人觉得，一方面利亚德与海外龙头的营业规模已经相差不大，另一方面欧美城市化建设和管理也已经成熟，不像中国还有较大的提升余地，因此海外市场还有多大空间需要进一步研究。是否这部分主要是以往老 LED 的更新换代？不过据了解，目前欧美市场的小间距 LED 产品反而更是空白，因为成本等因素发展比国内还滞后，这部分才是海外市场最大的看点。

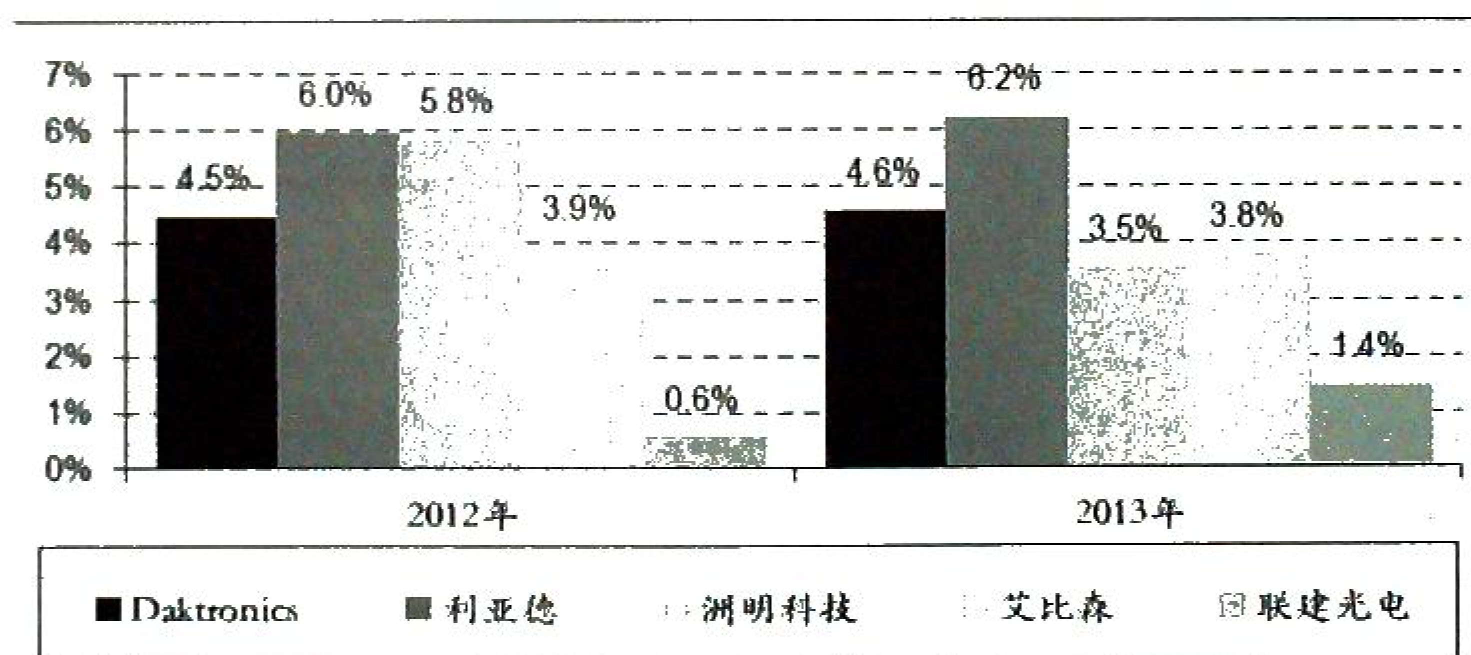
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 竞争格局及优势：

在这个行业我目前还看不到什么真正牢靠和难以被颠覆的优势，国内外的市场集中度很低也昭示了某些结构性的缺陷。利亚德目前在小间距 LED 市场的领先优势十分明显，据称其市场占有率为 70%，但我认为这可能难以带来持久性的优势，它仅仅是一种规模和技术上的领先，很难变为某些让竞争对手差距越来越大的东西——规模？这个行业大家都是从上游买灯珠和其他元器件，然后还是轻资产，规模大并不导致单位成本足够低。品牌？对于大客户大项目可能如此但它们的市场占比小，但传统 LED 显示屏显然更是百花齐放，没有显示出客户对什么品牌有特殊的偏好，否则市场集中度早应该上去了。技术？先行一步确实可以带来更好的市场机会，但技术档次却很难形成质的差别，比如公司 11 年推出的小间距产品，洲明 2013 年就跟着也推出了。在 2014 年 2 月的广州 LED 展上，已经有 20 多个公司展出了 P2.5 及以下规格的产品——没错，它们当然会有质量工艺上的高下之分，但难道这种分别在传统 LED 厂商身上不存在吗？一样是存在的，那为何传统 LED 显示屏市场没有出现集中度的上升呢？仅就目前信息来看，我认为小间距 LED 产品改变不了这一格局。

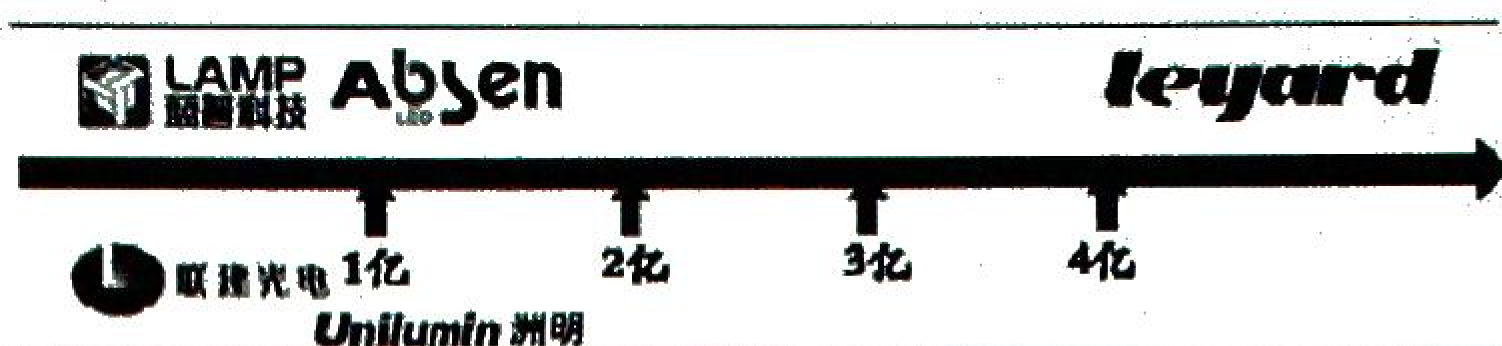
目前公司的领先主要在于小间距产品的市场占有率和技术先行一步。由于市场竞争激烈，各主要公司的研发费用保持着较高的水平。这其中利亚德更突出一些，所以在技术研发这块利亚德有望继续保持领先的地位。

2013 年可比公司研发费用率



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年小间距 LED 显示“亿元俱乐部”



另一个值得考虑的因素是国际市场。从近几年的情况来看，国外 LED 公司的疲态尽显，而国内龙头公司的出口增长则非常迅猛。以利亚德为例，过去 3 年海外的收入分别为 0.59 亿、0.85 亿、1.92 亿，以连续 3 年接近翻番的水平在快速增长。除了销售规模的提升，公司的产品还在纳斯达克交易市场、德国宝马总部、NBC 电视台等得到应用，有了中高端的突破。

在 2010 年时 2 家海外龙头收入之和是中国 4 家龙头公司的 2.4 倍，但到了 2014 年上半年这一数字变为 1.4 倍。达可科和巴可 2011–2013 年的三年复合增速只有 8.8% 和 3.2%，而利亚德、艾比森、洲明科技和联建光电过去 3 年的复合增速高达 26.7%，40.2%、9% 和 21%。

除了销售增速上的差别外，更有趣的是国内龙头比国外龙头的利润率都更高，这在以往的海内外公司对比中不多见。4 家国内公司 2014 年上半年毛利率和净利率平均值为 33% 和 12%，同期达科的为 25% 和 3%，巴可的利润是亏损的毛利率只有 10%。(这其实有点儿奇怪，国内公司海外市场定价肯定不高于海外龙头，从成本上来说 LED 制造业又不是典型的人工成本占主要，它的成本中 80% 以上是灯珠，而国内厂商并未实现灯珠的自产（比如利亚德的灯珠就采购自台湾）。这种利润率上的差别到底是如何产生的呢？目前我还没有答案，这值得进一步去调查。)

另外，近年公司在外延收购上加强了力度，正在着力收购拥有客户资源和渠道资源的一些公司，以更好地推进四大发展方向中的薄弱环节。这部分会在产能和外延端分析。

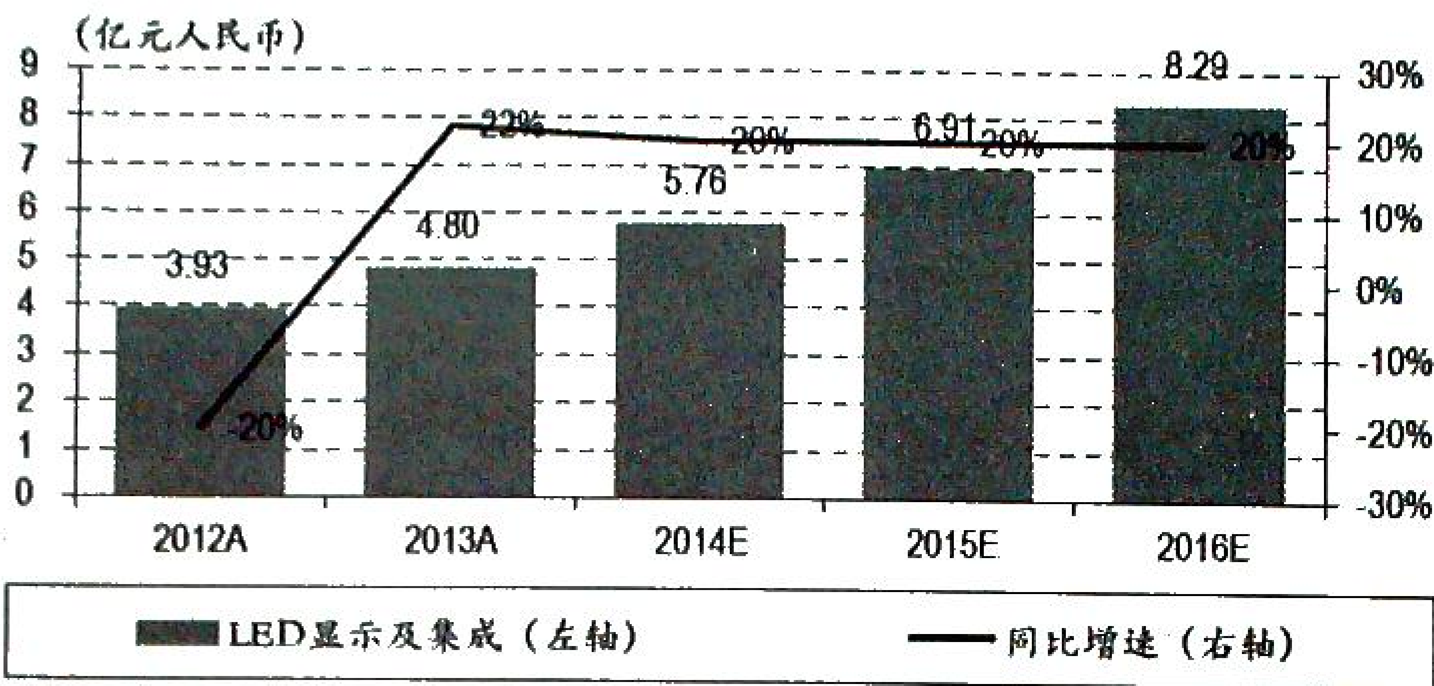
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 成长驱动和态势

1）市场及供需端

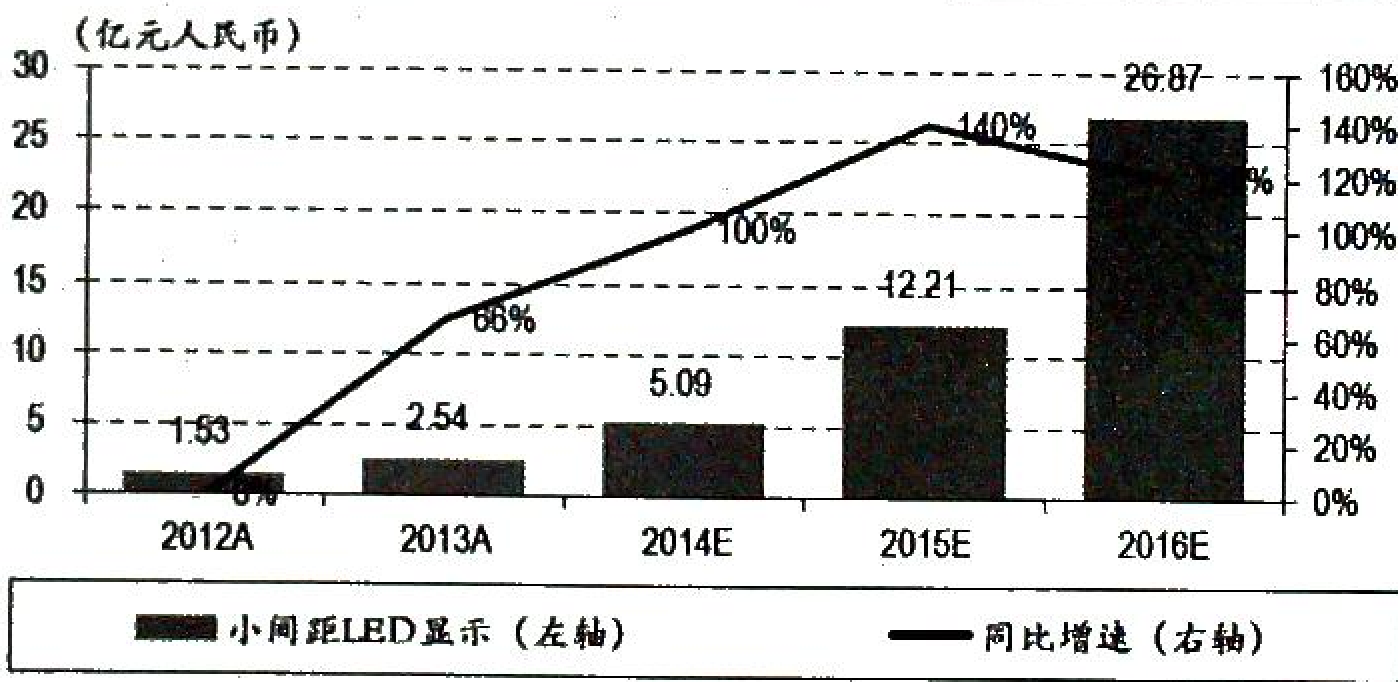
公司目前传统 LED 显示和集成与小间距 LED 显示器是最核心的业务。

LED 显示及集成业务收入规模与增速



传统业务这块的期待值不高，能平稳增长即可，要小心大幅的波动。从历史来看它与宏观经济有一定的关联性。未来 2 年只要保持当前 15–20% 的增速即可。

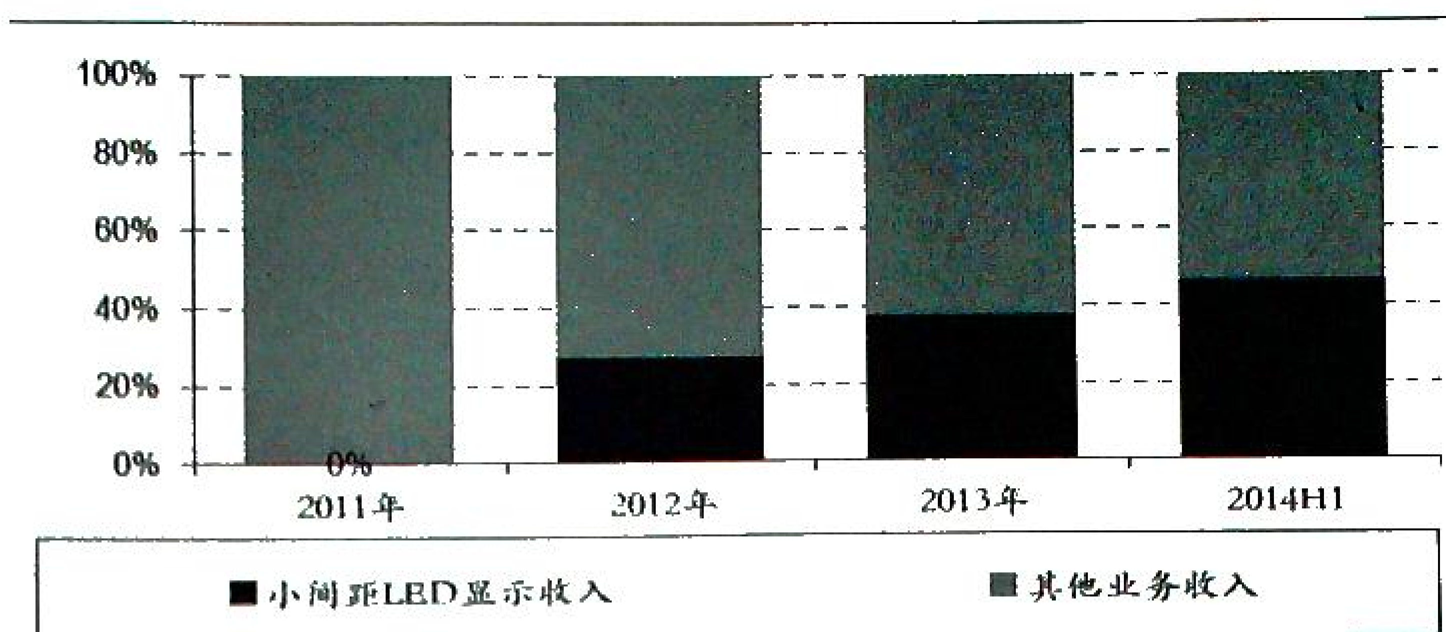
小间距 LED 显示收入规模与增速



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

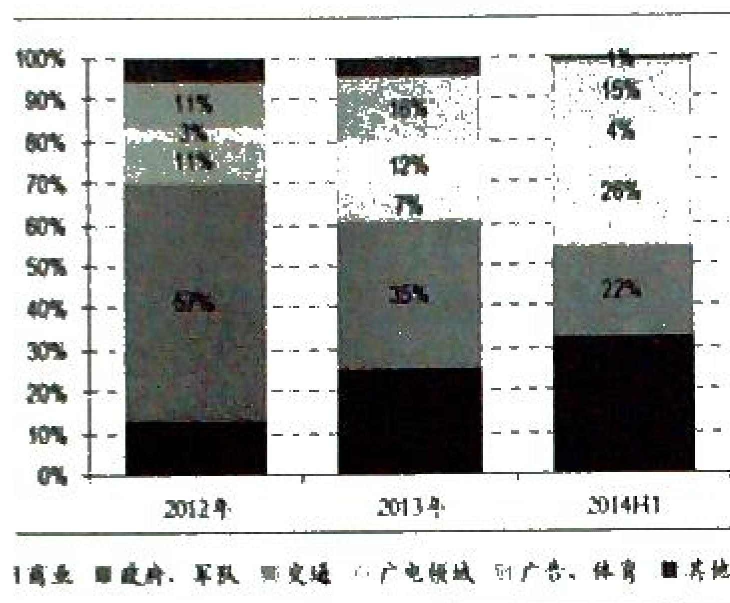


小间距 LED 显示收入规模与占比

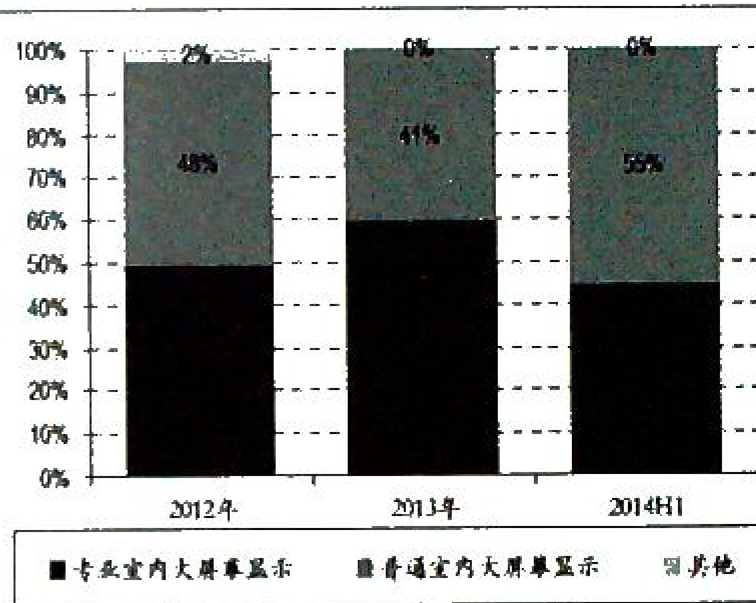


如前所述，小间距 LED 产品无论是从市场前景、当前业务占比还是毛利率水平来说，都将是公司最核心的增长动力。

公司小间距 LED 显示下游客户结构



公司小间距 LED 显示下游应用领域



从公司小间距 LED 下游客户的结构变化来看，近 2 年来商业客户和交通领域构成的普通室内显示的增长迅猛，政府军队这类专业室内显示客户的占比迅速的下降。未来几年估计普通室内显示市场和专业室内市场依然会是增长的主力，这块原来的主力产品是 DLP 背投拼接墙以及 LCD 和 PDP 拼接墙，目前小间距 LED 显示屏的价格优势还不突出，随着灯珠成本的继续下降，其竞争力会持续加强，这将有望提升对这部分市场的更替和渗透。这里面 LCD 和 PDP 拼接墙的客户对价格更敏感，他们可能会成为这一进程中最先接受新方案的客户。

另一个目前还没有启动，但是从数据上来看非常具有吸引力的是大尺寸家用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电视。利亚德在 2014 年下半年已经推出了第二代小间距 LED 大电视，其中 110 寸的当前定价约为 45 万左右，未来还将继续推出更新一代产品。110 寸液晶电视的价格极为昂贵，比小间距 LED 要贵上 1 倍多，因为液晶面板越大良品率就越低。另一种激光背投电视的显示效果和可视角度相比小间距 LED 也有明显差距，此外小间距 LED 电视的寿命、节能性能也很出众，如果屏幕出现问题也不必整体更换只需要更换损坏部分即可。不过在 100 寸以下的屏幕，小间距 LED 反而要比液晶的贵，因为越小灯泡就越多，所以 100 寸是一个分界线。

电视这块之所以值得关注是因为确实能提供很大弹性，45 万的价格只需要销售 3000 台就是 13 个多亿（2014 年公司的总体业务收入也不过才 12 亿），非常可观的增量。但这么大尺寸的电视只能是为别墅和亿万富翁准备的了。我查了下 2013 年的胡润财富报告，目前全国共有 82 万个千万富豪和 5 万亿万富豪。如果这 5 万亿万富豪中大屏幕电视渗透率能达到 20%，大约是 1 万台。如果考虑全球市场，那么几千上万台的销量并非不可能。

144"　首发

利亚德（leyard）熠彩UMAX144英寸主发光LED商用大屏 LYD-144LS16CG-03 京
¥899999.00
已有0人评价
北京有货

110"　首发

利亚德（leyard）熠彩UMAX110英寸主发光LED商用大屏 LYD-110LS19CG-03 京
¥476999.00
已有1人评价
北京有货

110"　首发

利亚德（leyard）熠彩UMAX110英寸主发光LED商用大屏 LYD-110LS16CG-03 京
¥566999.00
已有0人评价
北京有货

目前利亚德的产品已经与京东签约上线（见上图），但奇怪的是上线的频道并非家电而是显示器，所以很难找到。这块业务的不确定性很大，这一方面是因为家电销售的模式与公司擅长的企业客户完全不同，另一方面也在于作为一个电视的品牌利亚德实在是太陌生和缺乏消费者信任了。不过基于其很大的业绩弹性，以及整体成本下降后对高端客户的吸引力增强，在大尺寸电视业务上公司到底会怎样出招值得重点关注。我个人觉得，这块业务如果能与家电巨头合作可能市场推广的阻力更小些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2）成本及费用端

行业分类	项目	2012 年		2011 年		同比增减(%)
		金额	占营业成本比重（%）	金额	占营业成本比重（%）	
LED 行业	直接材料	318,343,874.50	85.66%	288,055,645.18	85%	10.51%
LED 行业	工程费用	34,797,490.10	9.36%	35,346,140.27	10.43%	-1.55%
LED 行业	直接人工	6,774,395.74	1.82%	5,915,041.28	1.75%	14.53%
LED 行业	制造费用	11,708,619.60	3.15%	9,590,209.79	2.83%	22.09%
LED 行业合计		371,624,379.94	100%	338,907,036.52	100%	9.65%

从成本和费用这块来讲比较简单，灯珠材料占成本绝大部分，三项费用短期也看不到明显下降的可能，因为需要在很多领域推广小间距产品所以销售费用率不大可能下降，技术研发为主的管理费更缺少下降的弹性，毕竟整个市场的竞争烈度是很高的。

公司的毛利率近期主要靠新产品占收入比重提升而提高，比如小间距电视在 2014 年半年报中的毛利率高达 39% 多，新并购的金达照明的毛利率也有 40%。不过看得稍微长一点的话，小间距 LED 显示屏这块的进入者可能也会越来越多，未来的毛利率很难保持在这么高的水平。

对于原材料成本总成本比较高的制造业来说，向上的产业链一体化比较常见，收购上游的某个重要原材料厂商显然对总制造成本的下降和毛利率的提升有利。公司目前的灯珠来自台湾亿光，对产业链的整合公司目前还没有什么征兆，暂时不将这个因素考虑进去。

4. 产能及外延端

利亚德属于典型的轻资产制造业，所以生产线建设一般不构成重要的产能瓶颈，不太需要像一般的重资产制造业那样去算它还有多少厂房在建设、什么时候投产等等（亦庄基地相对特殊，属于专门生产高清电视的，公司透露 2014 年 11 月将投产）。这里需要关注的一个是战略收购，一个是国际市场的扩张布局。

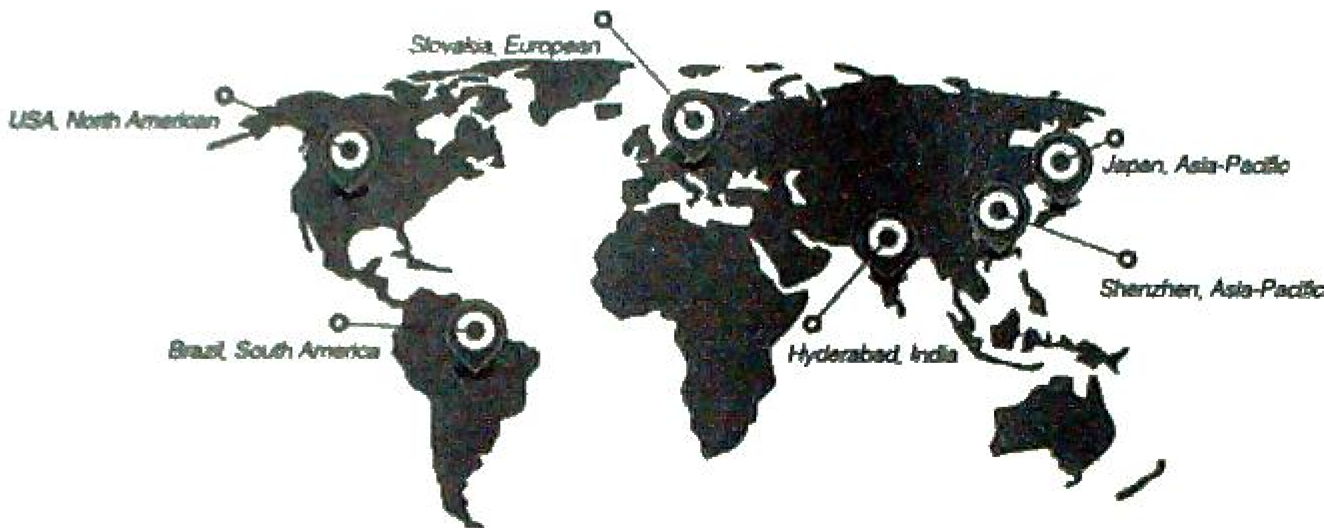
2013 年 11 月公司收购北京互联亿达 100% 股权，互联亿达在广电领域拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较多资源，与中央电视台、湖南电视台等数十家省市级电视台建立了合作关系，在新闻演播室和演播厅场所提供显示和控制解决方案。2014年4月份，公司又收购了在照明工程方面有特色，并且与万达有紧密合作关系的金达照明。这两次合作一方面可以增厚公司当前业绩（金达照明14年全年贡献业绩大约2000多万，两家公司加一起大约3000万左右，占2014年预期全部净利润的19%），更重要的是借助其在不同领域的渠道资源，有助于利亚德小间距LED产品的进一步推广。2015年1月，公司公告收购励丰文化、金立翔也是如此，这两个公司都是提供大型文艺活动舞台视觉效果系统服务的专业公司（比如2004年至2014历届春晚的LED大屏幕都是由金立翔提供），对它们的收购显然是为了推动公司四架马车战略中的文化传媒领域的LED推广。未来估计这种收购还会进行，这对于公司业绩的持续增长形成有利的支撑。

另一个值得关注的是国际市场。在市场空间部分分析过，近年来公司海外收入的增长十分迅猛，并且海外业务的毛利率更高。

利亚德全球化布局初具雏形



资料来源：利亚德，中银国际研究

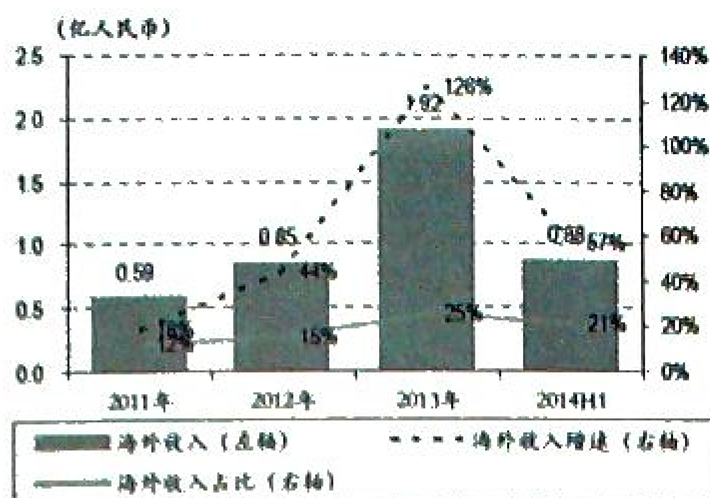
立足中国，全球布局

区域	布局	股权(%)
亚太地区	深圳总部	100
亚太地区	印度（海德拉巴）	100
亚太地区	日本	100
欧洲地区	斯洛伐克	80
南美地区	巴西	65
北美地区	美国	100

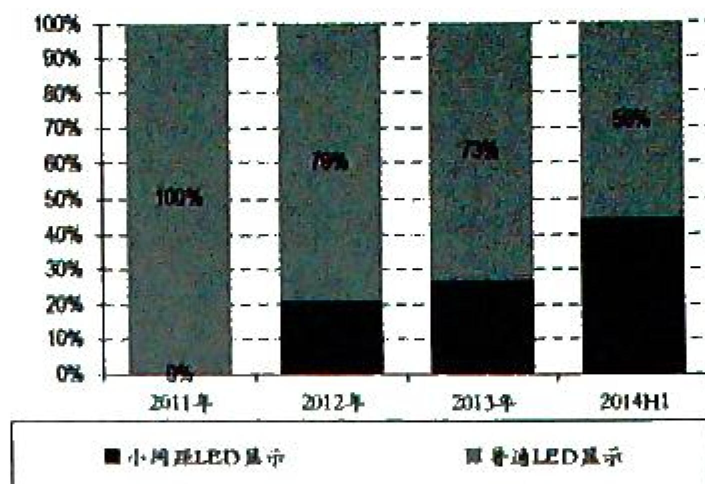
资料来源：利亚德，中银国际研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外收入规模与增速



海外收入中小间距 LED 显示占比快速提升



资料来源：利亚德，中银国际研究

据了解，公司在全球的布局中都坚持直销，打自己的品牌。目前海外的 LED 显示企业尚未涉足小间距 LED 产品，其主要原因还是成本没有降下来，导致市场推广困难。可以说现在是国内的小间距应用在引领全球，利亚德在国内市场积累的产品和技术经验，如果还能将低价格的产品推到国际市场，有望开辟出一个更大的市场空间。2014 年至 8 月底，海外业务已经新签订单 2.85 亿，增速接近翻番，这还是在欧洲、美国、日本等地子公司刚刚成立不久的情况下。另外在海外的订单中，小间距产品的比例已经占到 44%，初步验证了由国内到国外的复制逻辑。未来海外扩张与国内收购，都是促进公司业绩增长、加快小间距市场开发的有力举措。

三、主要风险

★行业的景气受到宏观经济影响

★竞争激烈毛利率下降

★小间距产品的开拓进展不利（成本下降不明显，被别的新技术狙击，家电客户不需要太大尺寸或者性价比差等）

★并购过多出现管理问题或者加大财务风险

★应收账款占收入比重继续提升，导致坏账的风险。以及海外结算业务的汇率风险

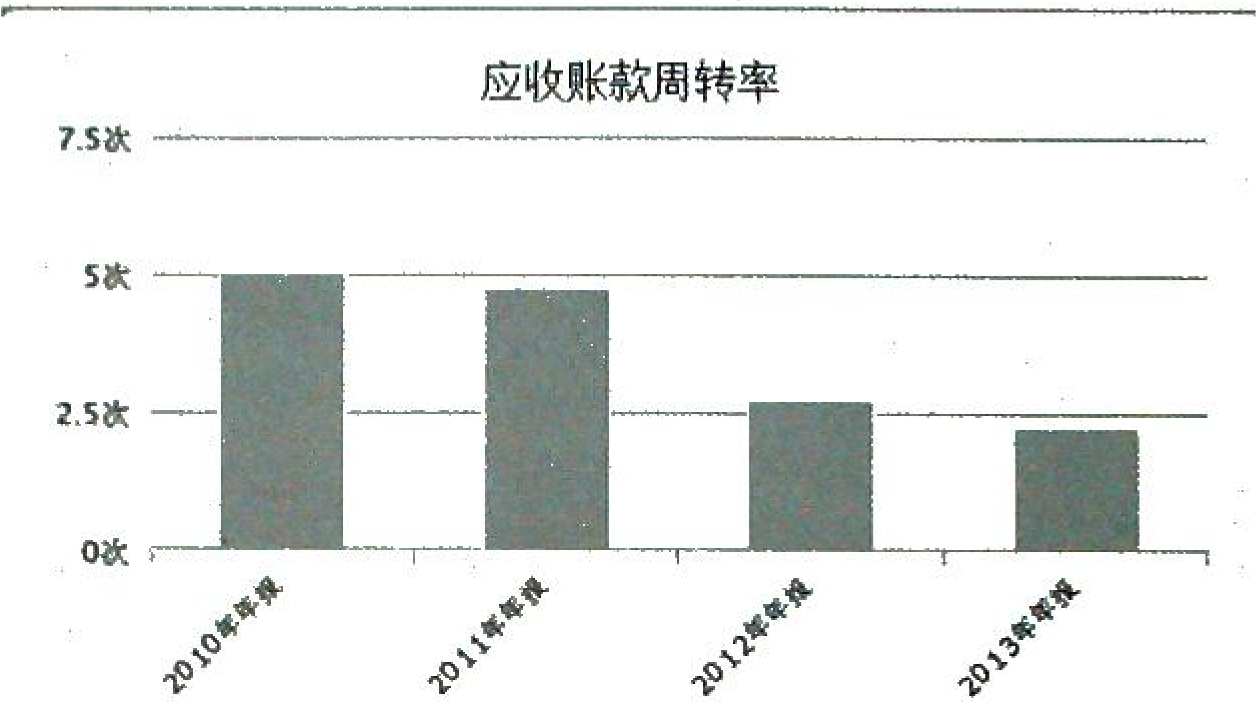
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、其他重要问题

1. 应收账款问题

从公司的基本数据上目前没有发现特别明显的问题，有两个方面需要注意一下，一个是应收账款（包括海外收入增加的汇率风险）占比高，另一个是2012年经营有些波动。除此之外就是一些常规性问题的巡查了，比如大客户占比、管理层和激励机制等等。

从应收账款来看，近年应收账款占营业收入的比重都在50%以上，我们重点观察应收账款账期、应收账款周转率：



从过去几年情况看应收账款的周转率有较为明显的下降，特别是这是在公司的销售收入保持快速提升的背景下发生的，这说明应收账款占收入的比重大幅度的上升了。以2010年为例，当年的应收账款占营业收入的比重为27.2%，但到了2012年这一数据已经上升为54%，13年也在50%左右。结合过去3年销售费用率提升较快的现象和公司的业务发展状况，这可能是公司在推广小间距LED产品这个新业务时所导致的，在新业务发展初期这种现象也较为常见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位：元

账龄	期末数			期初数		
	账面余额		坏账准备	账面余额		坏账准备
	金额	比例		金额	比例	
1 年以内						
其中：	–	–	–	–	–	–
1 年以内小计	343,639,768.73	65.51%	10,309,193.06	275,640,584.30	65.66%	8,269,217.52
1 至 2 年	114,683,022.39	21.86%	11,468,302.24	91,782,937.40	21.86%	9,178,293.74
2 至 3 年	40,882,924.88	7.79%	8,176,584.98	34,719,070.27	8.27%	6,943,814.05
3 年以上		0.00%				
3 至 4 年	15,301,455.17	2.92%	4,590,436.55	14,876,883.12	3.54%	4,463,064.94
4 至 5 年	8,538,482.67	1.63%	4,269,241.34	1,339,176.43	0.32%	669,588.22
5 年以上	1,477,103.01	0.28%	1,477,103.01	1,476,424.06	0.35%	1,476,424.06
合计	524,522,756.85	–	40,290,861.18	419,835,075.58	–	31,000,402.53

2014 年半年报的财务附录中显示，公司当期的应收账款中 1 年以内的占比 65.5%，这部分是按照 3% 的坏账比例计提的。1–2 年的占比 21.86%，这部分按照 10% 的坏账比例计提。2 年以上的账款共计占比 12.62%，这部分发生坏账的概率很高，特别是 2–3 年这部分占比近 8%，坏账的计提比例只有 20%，有一定的风险。稍微好的一点的消息是公司的客户较为分散，这样坏账集中爆发的可能性相对较低。

8)公司主要供应商、客户情况

公司主要销售客户情况

前五名客户合计销售金额（元）	99,401,564.30
前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例（%）	12.79%

向单一客户销售比例超过 30%的客户资料

2013 年前五大客户占公司销售收入的比重 12.79%，相比 2012 年的 10% 不到有所上升。但总的来说不算大客户类别的生意，客户还是比较分散的。另外由于海外业务上升较快，公司目前的各个海外子公司均以外币结算，合并报表时再换算成为人民币。未来这部分的汇率波动风险也是个潜在的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 经营波动问题：

由于 LED 显示器和小间距 LED 产品的下游客户广泛分布于各种工商业机构和政府管理部门，所以宏观经济的波动显然会对公司的业务构成一定麻烦。在过去 3 年中，2012 年的业绩较差。对此公司在 2012 年的年报中是这样答复的：

2、行业竞争的风险。

2012年LED行业经历了一次洗礼，行业内较具规模的企业如博伦特、愿景光电、浩博、大眼界等相继倒闭。高工LED产业研究所统计数据显示，2012年近六成LED上市公司净利润同比出现下滑，超过两成的显示屏厂家破产倒闭。处于行业整合时期，对企业来说，一方面面临行业内竞争的加剧，一方面面临着市场份额扩大的机遇，因为随着部分中小规模企业将逐步被淘汰，将出现产业向规模较大的几家企业集中的趋势。

由于 2012 年的年报只披露了 LED 产品销售收入整体增长了 13%，没有详细披露传统显示屏和小间距产品各自的增长情况。据券商的调研报告披露，2012 年传统 LED 显示和集成是出现了 -20% 的滑坡。但在这年小间距产品增长迅猛，并且海外市场的收入也达到了 8500 多万，同比增长 43.67%，因此最终实现 13% 的收入增长。

2012 年情况差并不是利亚德自身问题，很多公司 12 年的年报都很难看，大环境使然。利亚德在 2012 年小间距产品和海外市场的高速增长，一方面是由于刚起步基数很低，另一方面也说明这两块业务的需求比较旺盛。特别是之后的 2013 和 2014 年，这种趋势更加强烈。

总的来说利亚德 2012 年的经营波动属于能够理解的原因，不是其战略或者经营上重大失误导致的。半导体行业向来是个跌宕起伏的产业，高弹性与高波动性是这类公司硬币的两面。如果要投资这类公司，面对经营的较大波动可能是必须承担的风险。提升对于产业发展的敏感度，密切追踪公司重要产品的发布和市场推广进展，也是投资这类公司所必须做的工作。

3. 管理层及治理情况

利亚德我还未进行过现场调研，对管理层还谈不上什么认识，目前只是从年报和互联网能搜索到的访谈中进行一些初步的了解。不过这样也好，容易相对客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



观一些。公司实际控制人董事长李军，持有公司42.77%的股份。在上市之前公司对高层管理人员和核心技术及业务骨干46人授予了股份，2012年10月公司又推出股权激励方案，激励对象涵盖110名中层和基层员工。截至2013年，公司总共有员工1220人（包括子公司），其中本科以上员工307人。这样来算公司员工中有12.7%的员工拥有了股权，本科以上员工中半数以上有股权。目前除李军之外的公司员工持有的股份合计达到总股份的20%。应该说公司的激励是比较广泛和到位的，至少看不到明显的问题。观察了一下公司高管的年薪，总经理和副总经理一级基本在25-30万之间，以北京公司的标准来说应该还是较低的，高管和核心员工只有做大公司从股权中得才能得到高回报。从这点来说，董事长李军比较符合创业型企业的领导特征，愿意分享利益。

股权激励的具体行权条件并不高：第一批为2013年度净资产收益率不低于9.60%，以2011年度为基准年，2013年的净利润增长率不低于30%；第二批为2014年度净资产收益率不低于10.50%，以2011年度为基准年，2014年的净利润增长率不低于55%；第三批为2015年度净资产收益率不低于11.00%；以2011年度为基准年，2015年的净利润增长率不低于80.00%。

总之公司治理是个复杂的问题，外人比较难窥见到很深的层面。不过这个环节的目的主要是看看有没有一眼就能看到的一些奇怪或者危险现象（比如高管连续辞职、与同业相比非常离奇的薪资、管理团队背景奇怪，或者曾经被证监会处罚和谴责等等），而不在于纠结一些很细节的问题。目前来看公司的治理没有发现什么大的问题。更进一步的了解可能需要后续的跟踪或者与管理层面对面的一些交流了。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）间距LED显示器的性能确实适合室内的各种商业和家用显示用途，具有很高的商业价值，粗略来看这一市场的整体空间是百亿级别的，而利亚德目前小间距LED收入规模只有几个亿。

2）决定小间距LED显示器商业推广的决定性因素是价格，价格的决定性因素是成本，成本中的决定性因素是灯珠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3）灯珠材料成本受摩尔定律制约已经出现大幅下降，并且其下降趋势还将持续，这将持续有利于小间距 LED 显示器的推广，

4）公司管理层务实有能力，激励机制比较完善，公司推行的并购措施有助于小间距产品的推广，具有财务贡献和战略协同。海外市场布局积极，小间距市场有望得到开发。

5）投资利亚德就是投资小间距 LED 的商业化进程，虽然长期来看这个行业很难赚钱，但短期的 1–2 年内这一领域有较高速增长的可能性。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	商业价值确定，市场空间很大，但是市场最终的集中度难以提升，因此可能是阶段性的高增长，但随着时间的延长不确定性更大．
扩张的边际成本，轻资产	轻资产，扩张边际成本低，分红占净利润比例正常。
高客户黏度	否，基本没有什么客户黏性。
弱周期性	否，其下游商业和政府应用都与宏观经济联系比较紧密，另外 LED 产业本身的更新换代节奏也较高，技术周期较快。
强竞争优势	在小间距产品上明显领先，但长期来看很难形成持续的竞争优势。
管理层和治理	较好，战略清晰执行力较强，未发现明显的诚信或者治理问题。
R 特征	R<R'，ROE 未来还有一定提升空间。
N 特征	持续性差，难以预计，n<3。
g 特征	未来高分红特征，融资较少，g 增速可能低于 R。
总结	不属于高价值企业，主要弱点在于可持续性太差。但优点也很明显，那就是小间距 LED 业务处于高速增长期，发展具有想象空间，公司领先一步可望收获市场景气。更倾向于冲浪型的公司，属于可阶段性投资享受其业绩弹性的品种，不宜长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	当前业务规模还很小，行业发展空间巨大，ROE 还有一定提升空间，属于价值创造初期阶段。
	生意特征是否符合 DCF 三要素	（持续性较差，难以预期其长远未来的发展，行业属于技术更新驱动，趋势难以预见。现金创造力差，在产业链中较弱势，需要维持很高的净运营资本，经营性现金流不佳；用于收购兼并的资本性支出预计也会较大。）
	盈利的确定性	短期的确定性较高
溢价折价定性	不属于溢价品种，特别是长期来看应该折价。	
市场参照体系	A 股市场对于电子半导体类公司的估值一直很高，相比国外市场要高得多。这主要是因为这个产业在国内还属于新兴产业，有想象空间。如果一定要以国外成熟市场的估值体系来比照，恐怕很难有投资的机会。 这里以 2012 年末公司的估值作为主要参照，因为 2012 年公司业绩较差，市场对其评价不高，更重要的是 2012 年末也正是创业板和中小盘股调整 2 年后的一个大型底部状态，那时的估值是具有一定代表性的。2012 年公司年收盘价所对应的当年业绩估值为 38 倍，短期来看这个市盈率水平似乎是可借鉴的。但 14 年末公司的市净率已经有 7 倍多，市盈率也在 40 多倍，呈现出高市盈率高市净率的特征。在这种特征下，如果公司未来 1、2 年如期高增长并且市场整体处于非熊市的氛围，还有可能享受到与业绩增长幅度一致的收益，但如果低于预期那么可能面临双杀。总体来看风险和收益比较差，虽业绩弹性较高，但承担的潜在风险也较大。 另外需要注意的是，这类股票第一不可长期持有，长期来看随着其规模变大业绩弹性降低，生意结构上的缺陷将暴露得更多，很可能回归折价区间。第二，它较高的估值水平和业务波动可能较大的特征，决定了它在组合中是承担进攻的角色，弹性大，但股价波动可能也剧烈。除非能敏锐了解行业动向的专家，否则不适宜较大仓位的持有。	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 康得新案例

一、基本情况及生意特性

1. 公司基本情况：

基本情况	简单介绍
公司业务范围	北京康得新复合材料股份有限公司是致力于高分子复合膜材料的研发、生产和销售的高科技上市公司。目前，公司拥有预涂膜和光学膜两大业务板块，建立了北京、张家港、泗水、杭州四大生产基地的集团化、产业集群化的经营平台，是全球预涂膜产业的领导企业，中国光学膜的龙头企业。
业务结构	截止 2014 年预涂膜占公司收入的比重为 30%，光学膜占比 70%
上下游及销售模式	公司产品全球销售，海外销售模式为经销模式。国内销售分为两种模式，在长三角、珠三角、西南地区和北京总部设有办事处及服务体系，这 4 个区域内的大客户采用直销，其它区域以及中小客户采用经销商模式
实际控制人	控股股东康德集团（持股 28.5%），实际控制人董事长钟玉
机构持股占比	截止 2014 年末机构持股占流通股比例 17.11%
近年分红增发情况	2012 年增发一次募集资金 16 亿；2014 年拟再次增发募集约 60 亿 近年现金分红占当年净利润率的比例在 10% 左右

2. 基本生意特性：

	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
营收增幅	+63.12%	+42.87%	+46.43%	+191.11
毛利率	39.1%	36.33%	32.17%	19.4%
三项费用率	14.61%	12.67%	9.22%	8.14%
销售费用率	1.89%	1.7%	1.85%	1.63%
管理费用率	7.68%	6.79%	5%	4.25%
财务费用率	5.04%	4.19%	2.37%	2.27%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
扣非净利润增幅	+52.3%	+57.62%	+221.83%	+51.41%
资产负债率	55.62%	52.3%	46.99%	44.59%
流动比率 速动比率	1.93 1.79	1.47 1.3	2.55 2.39	1.39 1.21
应收账款占收入	34.65%	15.13%	15.62%	10%
应收账款周转天数	76.9	42.4	36.08	20.82
净运营资本	15.86 亿	4.44 亿	4.4 亿	
固定资产占总资产比重	31.39%	18.74%	13.86%	15.44%
净资产收益率 净利润率 总周转率 财务杠杆	23.43% 19.21% 0.55 2.2	19.34% 20.66% 0.46 2.02	20.78% 18.95% 0.58 1.89	13.64% 8.56% 1 1.59
总资产增长率	+36.59%	+37.5%	+205%	+65.84%
经营性现金流 / 净利润	0.42	0.34	0.64	1.23

★康得利在数据上首先让人惊讶的就是高增长，并且是持续好几年的高增长，即便是在 2012 年和 14 年两个公认宏观经济非常不景气的年份也依然突飞猛进，而且不仅是收入，扣非后净利润的表现一样抢眼。是什么驱动了它持续 4、5 年的高增长？为什么连宏观经济波动都没有影响到它？这种增长是已经到了极限面临向下拐点还是依然具有持续性的驱动力？这是后续研究中最需要解答的几个问题。

★毛利率的变动中重点注意 12 年到 11 年的突变，并且 12 年之后毛利率保持着向上的趋势性增长。仅从数据上推测应大概率是从 12 年开始收入的结构发生重大变化，这点后来再通过查询 11、12 年年报可验证，自 12 年期公司的收入结构中高毛利的光学膜开始突飞猛进的增长（12 年 4000 万平米光学膜投产，13 年 3 月之后 2 亿平米光学膜陆续投产）。

★从费用率趋势来看，自 11 年以来快速的上升。结构分析可看到，销售费用率基本上是稳定的（结合这几年营业收入的大幅持续增长，这点难能可贵），并且销售费用率在总费用中所占比重很小，这说明公司的销售模式可能以经销为主（另一种情况是销售的客户面比较窄，但康得新不是这种情况）、有一定大客户特征的模式。而管理费用率和财务费用率都出现了大幅增长，说明这些年的增长与研发投入及大量的投资（由此导致借贷增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加，财务杠杆高）呈正比。这可以与后面的业务发展情况去验证。

★公司的资产负债率已经较高，流动和速动比率显示偿债能力尚不是问题（流动比率一般在 2 为好）。公司属于典型的重资产类企业，14 年有大量工程转入固定资产，因此固定资产占比有显著提升。

★应收账款状况需要格外注意，14 年应收账款占收入比重猛烈上升，并且应收账款周转天数也大幅上升，一般来说这是一个较为危险的信号——但经过机构调研信息中的记录来看，14 年情况有其特殊性：主要是光学膜收入已经成为支柱，而光学膜的行业特性就是应收款较大且账期较长（具公司透露普遍在 3 个月以上，甚至半年以上）。因此未来应收账款占收入比重可能会维持在高位，甚至还会提升，这显然对公司的经营中一个较高的风险因素。

★公司的现金创造力较差，日常运营中由于存在很大的应收账款，存货也较高，因此需要维持大量的净运营资本。从而公司的经营现金流净额远远低于同期净利润。

★目前公司的净资产收益率已经较高，从结构上来看现有业务的净利润率相当高，未来主要看产品结构和档次能否升级，费用率和毛利率上都尚看不到趋势性下降的余地，因此净利润率继续提升的余地可能不大；财务杠杆目前已经相当高，再加资产负债率的余地也不大；因此主要的看点就是总资产周转率了，（14 年有大量新基建转入固定资产，因此未来 2 年如果新资产能满产，甚至提升产能利用率，那么总资产周转率有较大提升余地，见 11 年景气高峰时期可达到 1，谨慎估计达到 0.8 以上是可能的）。

★但总的来说，在现有 ROE 已经接近 24% 的基础上再大幅提升会很困难了。也就是说从企业价值评估的 3 个指标来看，R 有提升余地但不大，关键要看 N 和 g 了。从 g 来看，公司过去几年的总资产增速非常高，说明业务不断开拓导致资本投资旺盛，而如果这些投资建设的项目长期前景很好，并且盈利能力也不弱于当前业务，则公司的扩张持续期 N 也就能维持较长时间。这样不断的再投资会将 R 拉低（因为再融资会导致公司的总资产规模大幅增加，ROE 的分母变大，因此 R 自然降低），而由于新项目前景好，随着产能投产并且运营顺利 R 会逐步回升到较高位，这样的循环使得 N 也拉长了，那么这依然会是一种较高价值企业。因此，在后续的研究中，要注意考察公司这方面的相关资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、核心投资逻辑及业务分析

1. 市场空间及潜力

对于康得新的未来成长空间有两种不同的观察维度，一种将其作为预涂膜和光学膜的生产商来观察，另一种是作为高分子复合材料的供应商来审视。这两种视角的不同，可能会对公司的前景判断产生极大的差别。这里我将两种视角都列出来，供大家参考：

1）预涂膜与光学膜供应商：

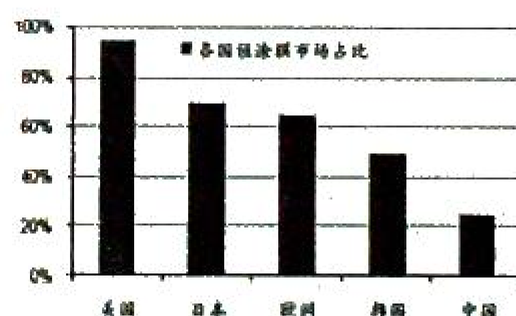
从上世纪 50 年代覆膜技术诞生以来经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术、预涂技术三个发展阶段（注：由于康得利的产品包含有大量的技术性概念，详细解释这些概念要花费太多篇幅，这里仅仅就起业务发展的有关情况作分析，具体涉及的各种技术概念和名词，请参阅公司年报、上市发行说明书的相关章节介绍）。溶剂型即涂技术存在苯污染问题，水溶性即涂技术解决了这个问题，但它本身也存在需要大量水清洗和排放污水的问题，此外在生产效率上也存在一些问题，因此依然不是理想的覆膜解决方案。(预涂膜的生产工艺具有环保和能够高速覆膜（60–100 米 / 分钟）两大优点，因此一经推出便在国外迅速得到推广。)美国 1996 年已经完成预涂膜对其它覆膜技术的替代，目前市场占有率达到 95%。欧洲由于是水涂膜技术的发源地，预涂膜的推广起初较慢，但近年来替代速度也逐渐加快，目前市场占有率已经在 65% 以上。亚洲的日本和韩国从 90 年代开始推广预涂膜技术，目前市场占有率已经分别达到 70% 和 50%。而根据国家信息中心测算，中国预涂膜技术在 2008 年的市场占有率还不到 10%，目前的市场占有率也刚刚 20% 出头。

覆膜技术市场格局



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

目前我国预涂膜市场占比明显低于发达国家



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（传统技术的优势主要在成本低，而预涂膜技术的优势在于节能。不过预涂膜技术的生产效率高（每分钟覆膜可达 60–100 米，而另两种技术只能做到 15–30 米，且需要较多的人工操作因此人工费用要更大），单位时间内的产能更大，并且预涂膜发展的趋势之一是膜材料（占预涂膜主要成本）越来越薄，因为未来材料成本应该也是趋于降低的。这两点结合我国对环保要求的提高和人工工资的上涨（对自动化程度低的传统技术压力更大），预涂膜的优势会越来越明显。预涂膜对于传统覆膜技术的替代依然将是长期持续的。）

项目	溶剂型即涂技术	水性即涂技术	预涂技术
环保性	产生危害身体的有害物质，耗能高，有火灾隐患	需大量用水，且胶水混合物排放会产生污染，能耗高	不产生有害物质，能耗低
采购环节	繁琐（胶、膜、溶剂）	繁琐（与溶剂型即涂一样，只是采用水性胶）	方便（仅需预涂膜即可）
操作程序	操作复杂	操作复杂	省去了黏合剂的涂覆、调配及烘干，操作更简单方便
生产效率	低，采用手动加工，速度低	低，出膜后需晾干	高，自动覆膜，省去了多道工序
产品质量	易发生起泡、脱膜、雾点、卷曲	区域性限制强，保质期短，存放要求高，产品易变形、发灰	产品质量稳定，品质高

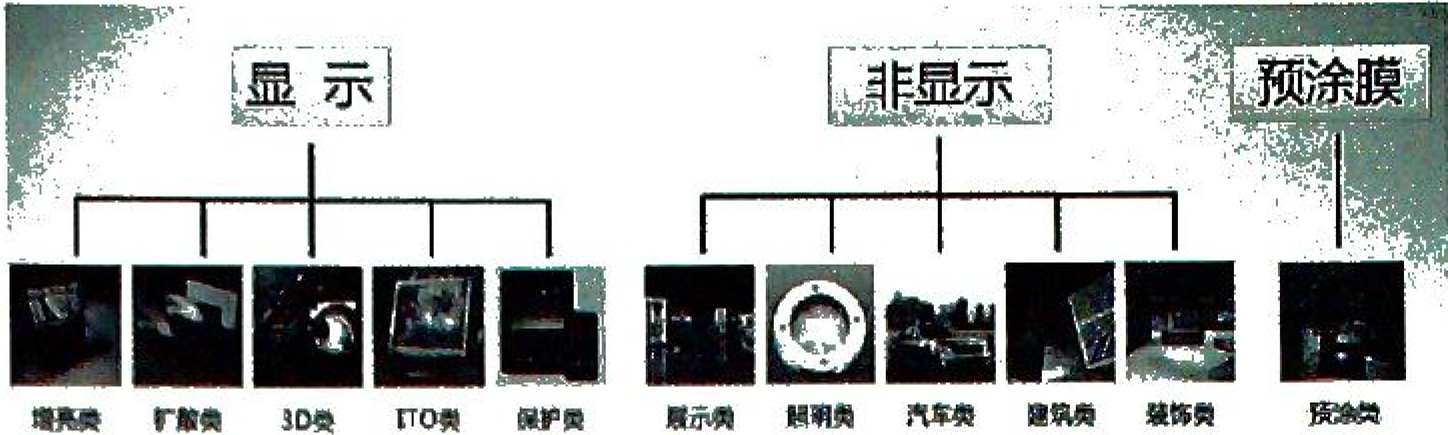
资料来源：中原证券、公司招股说明书

2010 年全球预涂膜市场容量约为 95 万吨，此后的年增速据机构推测不到 10%，因此近期的市场容量约为 115 万吨，产值大约为 250 亿元左右。国内市场占全球市场份额的 1 成多，估计在 30 多亿元。目前预涂膜的下游市场主要是印刷包装类用途（其中分为工业印刷的商业印刷，前者如出版物、烟酒、食品包装等，后者数码快印、商业海报、广告印刷品等）。据统计我国预涂膜消费约为 11.5 万吨，如果考虑预涂膜全部替代即涂膜则可带来 45 万吨的需求。康得利在上市之前已经是国内最大的预涂膜供应商，在 2010 年上市后又大幅增加了预涂膜的产能，目前公司已经成为全球预涂膜领域的领军者之一，公司具有预涂膜产能 4.4 万吨，是全球产能最大的预涂膜产品供应商。2014 年公司的预涂膜营业收入为 15.3 亿左右（但并非说明国内市场占有率 50% 以上，因为公司的营业总收入中有 37% 是来自国外市场），占营业收入的近 30%，营业增速同比为 9%，未来推测也将是缓慢增长。对其的期待能够稳健即可。

公司更主要的看点来自高品质光学膜。光学膜是指通过改变光的反射、折射等传播特性以实现特殊光学功能的材料，其应用主要分为显示类和非显示类两种：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





数据来源：公开资料，安信证券研究中心

显示类光学膜主要的下游应用是液晶显示器用背光模组，以及电视机，手机，平板电脑等终端用显示触摸屏。背光模组是液晶面板的核心组件，而增量膜、扩散膜、导光膜等光学膜又占了背光模组成本的40%，其中增亮膜的价格最高，在光学膜中的市场份额也最大。在液晶面板的产业链中，微笑曲线最具有价值的两端分别是材料供应和终端品牌制造，液晶面板制造环节的价值最低。由于光学膜的性能会直接影响到液晶面板的亮度、色彩、能耗等核心指标，因此各大液晶面板公司倾向于选择优质的光学膜厂商供货。又由于光学膜成本占比也较大，因此具有价格优势的供应商更有机会占领市场。

我国已经是全球最大的液晶电视、笔记本电脑等平板显示设备生产国。2011年液晶电视、LCD显示器、笔记本和平板电脑、手机的产量分别占全球产量的45%、63%、81%和71%，巨大的下游需求为上游的光学膜产品提供了广阔的市场。并且未来液晶面板的需求和产量还在增加：

近年来我国高世代液晶面板投产情况

投产时间	投资企业	世代	月产能	用途
2011年	京东方	8.5代	9万片	大尺寸LCD TV
2011年	华星光电	8.5代	10万片	大尺寸LCD TV
2011年	南京熊猫	6代	8万片	大尺寸LCD TV
2012年底	鑫晟光电	8.5代	9万片	大尺寸LCD TV
2013年	广新光电	8.5代	6万片	大尺寸LCD TV
2014年	广州LGD	8.5代	12万片	大尺寸LCD TV
已动工	苏州三星	8.5代	10万片	大尺寸LCD TV
已动工	龙飞光电	8.5代	9万片	大尺寸LCD TV

资料来源：中原证券、公开资料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（在液晶产业链中，液晶面板的制造是价值含量最低的环节，随着液晶面板价格的不断下降直接导致制造商盈利水平下滑，由此推动了欧美和日韩向着大陆转移产能，今后几年这一趋势预期还将持续。）液晶面板与光学膜有直接关系，通常每块液晶面板至少需要 2 块扩散膜、2 片增亮膜、1 片导光膜和 1 片反射膜，因此每块液晶面板大约需要 5–6 片光学膜。仅截止 2014 年的液晶面板产能，对光学膜的需求就达近 3 亿平米，市场价值超过 100 亿。

我国液晶面板配套光学膜市场预测

	2011	2012	2013	2014
液晶面板产能（万平方米）	2623	3283	5263	5923
光学膜需求（亿平方米）	1.31 亿	1.64 亿	2.11	2.96
光学膜市场（亿元）	52.4亿	65.6	84.2	118.4

资料来源：中原证券、公开资料

还需要注意的是，光学膜是一个国际化的市场，康得新通过海外经销商同时向海外销售产品，2014 年其海外收入接近 4 成。据行业研究员统计，2014 年全球背光模组的光学膜需求约 7.15 亿平米，产值达到 56 亿美元。

在传统液晶面板需求之外，非显示类光学膜的应用空间甚至比显示用光学膜更大，比如车用膜、建筑用窗膜等。例如汽车用车窗膜国内目前的年需求就约 1 亿平米，而且单位价格比显示用光学膜高得多，市场规模可达几百亿。而国外建筑用窗膜与车用窗膜的市场容量对比是 6 比 4，国内则 90% 是车用窗膜市场，建筑用窗膜市场几乎还未启动。但非显示用光学膜的壁垒更高，盈利能力也远高于显示用光学膜，目前几乎完全被国外几个厂商垄断。康得新通过挖来外资龙头企业的亚太区总裁和团队，正在积极推广在这一领域的应用。康得新的窗膜事业部现在有两大品牌：“北极光”和“KDX”，北极光现在是由广州康润公司全权负责运营和销售，KDX 这个品牌是刚刚推到市场上来。其中 KDX 是定位于高端，并且准备冲击国际市场，北极光相对更平民化一些。

除此之外，值得注意的还有裸眼 3d 显示光学膜。虽然其应用属性上属于显示用膜，但它可能具有颠覆性的应用。从历史来看，视觉技术上的更新换代是最迅猛的，因为人类对视觉感受的变化最为敏感，这也是为何电视机和显示器的技术竞争远比空调冰箱激烈得多的原因。长远来看，从 2D 到 3D 的显示转换可能将是一个不可阻挡的潮流。以往受制于技术和成本的制约，裸眼 3D 技术的推广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应用一直很缓慢。最近康得新与飞利浦通过技术合作，正在大力推动裸眼 3D 光学膜的产业化。从目前接触的资料来看，裸眼 3D 光学膜不但可以适用于各种电脑，手机等显示终端，而且还适用于广告灯箱、印刷材料等非显示领域，并且还具有需要定期更换（估计是为了始终保持良好的 3D 效果）的重复消费特征。

以康得新与分众传媒的德高为例，德高在国内约有 3 万个灯箱，面积约为 5.3 平米，按照 30 天的更换频率将带来近 19 亿元的市场。全市场来看，即使不包括 3D 广告内容等制作服务，仅国内广告灯箱、画框等广告传媒所需裸眼 3D 膜市场规模也在 400 亿元以上。

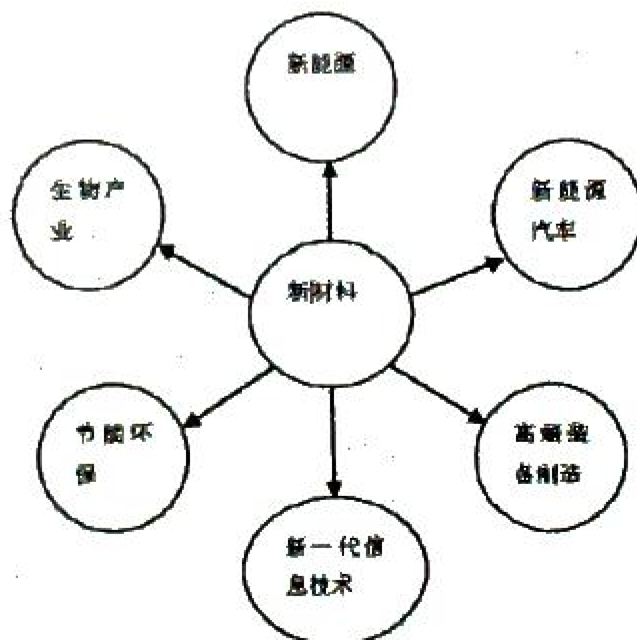
这一领域才刚刚开发，很难确切说市场空间，但大致预估如果产业化成功应该明显高于当前的显示用光学膜的市场规模。当然，这属于更加不确定性的部分，不仅仅是技术成熟度的问题，还有大量的内容推广及商业合作推进的工作。但由于其极大的市场空间、以及符合社会发展潮流的特点，依然值得高度关注。

2）高分子材料供应商

以上讲的这些无论市场空间如何，但本质上依然将康得新是限定在一个光学膜供应商的范畴内。如果仅仅是如此，那么这种纯粹的单一材料提供商虽然有较好的成长空间，但其天花板也是明确可以看得见的。

然而康得新对自己的定位却是成为高分子材料领域的平台型公司，对标美国的 3M。这样的战略里，预涂膜和光学膜就不再是其发展的天花板，而仅仅是一个切入的敲门砖了。高分子材料领域属于典型的新材料产业，目前所说的所谓战略新兴产业几乎都离不开新材料为基础。

新材料与战略性新兴产业



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新材料行业还是个典型的供给创造需求的市场，这点和软件产业很像。某种具有巨大应用价值的新材料一旦突破往往带来巨大的新需求，从而为首创者或者首先成功产业化的企业带来巨大的商业价值。从国际上来看，新材料领域龙头的市值和营业额也比较大。比如杜邦近 360 亿美元的营业额，600 多亿美元市值；3M 有 310 亿美元营业额，1000 亿美元市值。日本东丽 156 亿美元营业额，110 亿美元市值。可以注意到这些公司市值与营业额之比相差较大，这应该是由于其专注于不同领域且盈利能力有差别而导致的。

公司名称	涉及领域	代表性产品	营收：亿美元	市值：亿美元
3M	工业产品事业部、安全与标识事业部、电子与能源事业部、医疗产品事业部、消费品事业部	医疗产品、高速公路安全（如反光膜）、办公文教产品（如胶带、粘合剂）、光学产品（如增亮膜、薄膜）	308.71	920
杜邦	粉末涂料、农业、营养、电子、通讯、安全与保护、家居与建筑、交通和[illegible]等众多领域	在 20 世纪引领聚合物革命，开发出了不少极为成功的材料，比如：Vespel、氯丁二烯橡胶、尼龙、聚酯、有机玻璃、特富龙、迈拉（Mylar）、凯芙拉、[illegible]、Nomex、可丽耐及特卫强（Tyvek）	357.34	614
东丽	纤维和纺织物、塑料和化学品、IT 相关产品、碳纤维复合材料、环境和工程、生命科学和其他业务	PPS 薄膜、光学级 PET 薄膜、用于信息及电信类产品的薄膜和塑料产品、碳纤维、碳纤维合成材料、水处理膜	156.46	106

那么，康得新是否具有成为高分子新材料产业化平台公司的能力呢？目前还难以下定论。如果我们将其对标的 3M 公司作为一个对比的话，可以对这类公司有更进一步的了解。（3M 是世界上最具有创新力的公司之一，它的营业额中有三分之一来自近五年的发明。3M 公司一直强调要有三分之一的营业额必须来自近几年的创新，这样它才能在科技不断发展的今天立于不败之地。）从这点来看，创新，特别是持续的创新能力应该是这类公司最核心的特点。如果用这点来反观康得新，我有几个基本的感受：

第一，康得新是认识到了这点的，在其费用结构中，管理费用率占到绝大部分，其中很大比例是投入研发中。以 14 年年报为例，当年研发投入增长了 3 倍多，重点投向一系列高端光学膜的研发。

单位：万元

项目	2014 年度	2013 年度	增减比例
研发投入	25,512.08	6,315.58	303.95%
销售收入	520,809.18	319,270.20	
研发费用占营业收入的比例	4.90%	1.98%	2.92%
净资产	482,664.02	379,806.43	
研发费用占净资产的比例	5.29%	1.66%	3.62%

第二，差距还很大。康得新目前的技术突破主要还是靠整合资源（比如收购台湾公司和团队进入光学膜领域，与飞利浦合作引入裸眼 3D，与德国公司合作引入 t700 碳纤维技术）而非原研突破。当然这也可以理解，饭总是要一口口吃，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从合作中消化吸收积蓄力量是目前阶段的主要工作，并且后续我们还会看到这种技术合作并非简单买来就可以用，实际上是需要大量的再次定制化和工艺摸索的。

第三，将技术产业化的能力可能也是非常关键的。比如为 3M 带来巨大利润和声誉的磁盘和液晶显示器产品，3M 其实都不是发明者甚至不是早期的生产商。3M 软盘是靠质量优秀的防霉套胜出，液晶薄膜作为显示器最大的问题是亮度不足，而 3M 公司的增光膜技术可以使得液晶薄膜的透光率提高一倍，因此采用 3M 公司 LCD 生产的显示器和电视机亮度高，色彩鲜艳，而且省电。3M 公司因此占领了 LCD 很大的市场。从 2007 年起，3M 公司的 LCD 销售额超过一百亿美元。后续的分析会看到，在这方面似乎是康得新的一个特长。

对于康得新是否能做到自己的这个定位，未来最需要观察的就是碳纤维项目。2014 年 10 月，公司公告与保利龙马资产管理有限公司（后变更为保利龙马的上级母公司）、北京德图投资有限公司签署共同发起设立新材料产业并购基金的合作框架协议，规模约为人民币 20 亿元。该基金的主要投资方向是以先进高分子膜材料为基础，逐步延伸至碳纤维、石墨烯、新能源电动汽车行业类项目。碳纤维广泛用于国防军工、航空航天、休闲体育、汽车等领域。目前全球碳纤维总产能约 8.4 万吨，主要集中在日本东丽集团（约占 39%）。石墨烯具有良好的导电、导热性及磁学性能，可用于制备锂电子电池、超级电容、电子芯片、透明导电膜及散热材料。这两种新材料的供应基本上都被国外垄断（特别是高端产品），而需求面则随着各新兴产业的发展而呈扩张趋势。这两个项目短期可能不会为公司带来太多的利润贡献，现在谈多大的市场空间意义也不大，但它们的成功与否将直接决定市场对康得新的定位（到底是一个只埋头在光学膜领域的材料供应商，还是一个有持续研发和产业化能力的新材料平台型企业），也直接决定了康得新的发展前景和空间，因此值得密切关注。后面对此还会有进一步分析，但由于康得新的业务涉及面确实比较广，并且相关业务的技术资料也确实比较多，本案例分析重在逻辑归纳，具体的相关协议细节和资料请感兴趣的朋友去查阅康得新的相关公告。

2. 竞争格局及优势

在 2014 年末初步接触康得新的时候，我首先是被康得新历史的优异业绩吸引，之后不断的了解中其宏伟的产业战略布局也浮出水面，应该说其业务是具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较高吸引力的。但紧接着就是越来越多的疑问，最大的问题就是：为什么康得新能做到这一切呢？无论是在预涂膜还是光学膜领域，在国内的其它厂商多年毫无建树的背景下，康得新却异军突起，只用了极短的时间就纷纷突破。为什么只有它做到了，而别人不行呢？

项目名称	设计产能	投产时间	意义
预涂膜产能扩产	2.4万吨	2012.1	超越COSMO，成为全球最大的预涂膜企业
光学膜示范线	4000万平方米	2011.10	进入光学膜领域，成为国内领军企业
两亿平米光学膜产业集群项目	2亿平方米	2013	成为国际光学膜领军企业

上面这个表显示了康得新发展的进程，可以用突飞猛进来形容。下面我们分别再看它在预涂膜和光学膜上的市场优势。

预涂膜行业竞争格局

国际企业	产能	国家
康得新	4.40	中国
COSMO	3.50	印度
TRANSILWRAP	1.80	美国
D&K	1.60	美国
FLEK	1.40	印度
DEPROSA	1.25	西班牙
GMP	1.20	韩国
国际企业	产能	国家
ROYAL SOVENEION	0.90	韩国
IPAK	0.90	韩国
国内企业		
广东新纪源实业有限公司	1.0	广东
浙江温州康隆包装材料有限公司	0.40	浙江
山东烟台鸿庆包装材料有限公司	0.30	山东
广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司	0.22	广东

资料来源：中原证券、公司公告、网络资料

康得新已经一跃成为全球最大的预涂膜供应商，超过了印度的COSMO（其落后是由于收购美国公司后整合失败）。对比国内企业，康得新不仅在产能上遥遥领先，更重要的是它是目前唯一符合欧美市场技术品质标准，并进入欧美市场的预涂膜公司（利用印度公司整合不顺利导致供应进展的时机，趁机扩张国际业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



务，目前已经覆盖了71个国家和地区。第三大公司TRANSILWRAP是康得新在美国主要的代理商，其产品与康得新有一定差异）。康得新自己的上市说明书披露，与国外企业如GBC相比，它的成本低15–20%，具有明显的性价比优势。而相比国内企业，康得新的产品中只有低端产品存在与国内企业的竞争，高端产品尚无国内公司竞争。

又如光学膜业务。在2011年之前国内几乎所有的光学膜产品都需要进口，据券商的研究报告披露2011年国内的光学膜需求中国产化比例只有1%。然而公司在11年进入市场后，很快建立了由大陆、台湾、日本的专家和博士组成的三十人的研发团队和具有多年生产经验的七十人的产业化团队，在争取到了北京市政府的支持下确定了康得新作为龙头打造光学膜产业，纳入了京东方为龙头的北京平板显示产业链。同时，公司还收购了台湾大显光电全部光学膜生产设备，附带8项专利，其技术研发和生产管理人员也为公司提供3年技术支持服务。同时改造了张家港生产基地，从台湾及日本订购关键设备，建设完成年产4000万平米的光学膜生产线（2011年9月2日达产，2012年1月量产）。以上摘自2011年年报，然后紧接着2012年就看到光学膜业务的业绩暴涨，一下子就占到了公司营业收入比重的42%。紧接着增发30亿建设2.4亿平米光学膜生产线。这一系列让人眼花缭乱的动作的结果，就是仅仅2、3年间，康得新就成为了国产光学膜无可争议的老大（同为做光学膜的南洋科技，2014年末光学膜的营业收入只有1.3亿多，只有康得新光学膜收入的5%左右），并且接连打破国外垄断，业绩也连年高增长。

我国光学膜相关企业

企业	产品	年产能	公司基本情况
康得新	增亮膜、扩散膜、反射膜、导光板	4000万平方米，2013年达2.4亿	产量质量较好，已向京东方等多个面板企业供货，并已通过三星认证
宁波激智	扩散膜	800万平方米	国内最早的光学膜企业，但规模较小。
宁波东旭成	扩散膜、反射膜	1200万平方米	规模和投入较小
上海凯鑫森	各种光学膜	1400万平方米	投入与客户资源不足，实际产量较小
乐凯胶片	各种光学膜	1100万平方米	产品对外开拓进展较慢
天龙集团	增亮膜、扩散膜	1200万平方米	项目处于建设状态。公司技术积累不足，投足资金较小

资料来源：中原证券、公开资料

这么短的时间取得了这么多的巨大突破，而且还不是通过自我研发掌握了某种别人难以获得的技术，其所依赖的技术都是收购来的。那么问题自然就来了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康得新可以收购整合资源来壮大，为什么别的国内厂商放着大好的市场机遇不去做呢？我对此确实是产生了较多的怀疑，之后专门又仔细阅读了其上市发行说明书中关于行业特点和竞争壁垒方面的内容，然后根据朋友去现场带回的一些调研信息，初步了解了以下几个可能构成其成功的因素：

1）产业具有 Know-How 壁垒

Know-How 通指各种技术诀窍。在阅读其招股说明书的时候，我发现预涂膜和光学膜生产中就有这类特点。比如预涂膜生产是 24 小时的不间断连续作业，预涂膜的最终质量受到环境温度、湿度等外界因素影响，生产过程中必须根据外界环境为工艺参数及配料准备多套方案。这点在光学膜生产中也是如此，在机构调研的交流记录中，公司曾讲过一个故事：台湾企业说光学膜的生产取决于“理念”，日本厂商曾经不相信中国人可以生产光学膜，就是因为生产线需要很高的洁净水平和操作上的细致纪律，而并非买来了设备就能开工。

又比如生产预涂膜和光学膜所要用到的基材，也具有独特的配方和工艺。康得新披露其基材配方和工艺优秀，线速度可达到 300 米每分钟，而国内普通厂商只能达到 80-100 米每分钟。不仅效率高，独特的基材还能让产成品色泽更好，更方便后期加工等等。

再如预涂膜生产需要多道工艺，这些生产工艺涉及到温度、压力、速度等近千项工艺参数。预涂膜产品的质量和性能对这些参数变化非常敏感，因此一套成熟的工艺参数需要长期的试验和摸索。此外类似光学膜中高端的增亮膜，其加工精度需要达到亚微米甚至纳米级别，关键设备一方面难以采购，另一方面即便采购到了设备也需要很长时间去掌握其中的复杂工艺。

因此，这些因素似乎可以回答为什么简单的购买生产线无法真正达到大规模的产业突破。

2）公司执行力高，激励到位

既然单纯的设备采购是无法快速获得技术突破和大规模产业化的，那么把对方的团队整个挖过来，甚至收购对方的生产线和全部人力资源是不是就可以了呢？理论上是可以的，但这里也有几个问题，第一是资金，第二是在专业领域里一步步的积累，第三是能凝聚住人才团队。康得新在这三方面基本都符合，本身是上市公司融资方便。做预涂膜和光学膜都不是一时头脑发热或者赶时髦，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沿着以前的专业向上攀升，有基础。另一个就是公司确实属于敢想敢干的类别，特别是董事长钟玉很有点儿不信邪的劲头。公司有时候就像人一样具有性格，翻开康得新的资料就强烈感受到这是家有魄力有野心的企业，做事情敢于迎难而上，并且特别会整合各种资源为我所用。确实并非所有企业都有这种特质的，这可能是中国很多公司成功的原因之一。

康得新的资料中披露其各个产业线都引入了顶级的团队（机构调研中，负责窗膜业务的就是以前龙头外资企业的亚太区总裁），那么要凝聚这些高端人才并且用好他们，除了一个产业梦想外（这个个人感觉还是比较重要的，光学膜产业绝大部分市场在外资手里，外资中的中国人是很容易碰到天花板的，民营上市公司恰好能提供更广阔的成长空间），给力的激励机制也很重要。

康得新 2010 年 7 月上市，2011 年 5 月就推出了股权激励计划，之后又推出了 2 期，实现了对高管、核心技术和业务骨干，控股子公司管理及技术骨干共计 256 人的股权激励，约占 2014 年末 3224 名员工的 7.9%。虽然覆盖面还不算广，但考虑到公司员工中大多数为生产工人（占 46%），应该对核心骨干的覆盖较全了。特别是连续推出股权激励计划，显示公司在“财散人聚”方面有很强的意识。

股票期权激励计划	主要激励对象	相关事项
2011 年 5 月股权激励计划	董事，高管，核心技术人员等 61 人	授予期权 437 万股，占当时总股本的 2.71%
2012 年 11 月第二期股权激励计划	核心技术（业务人员）33 人	授予期权 650 万分，占当时总股本的 1.05%
2013 年 12 月第三期股权激励	公司（包括控股子公司）管理、技术骨干 162 人	授予期权 1210.9 万份，占当时总股本的 1.29%

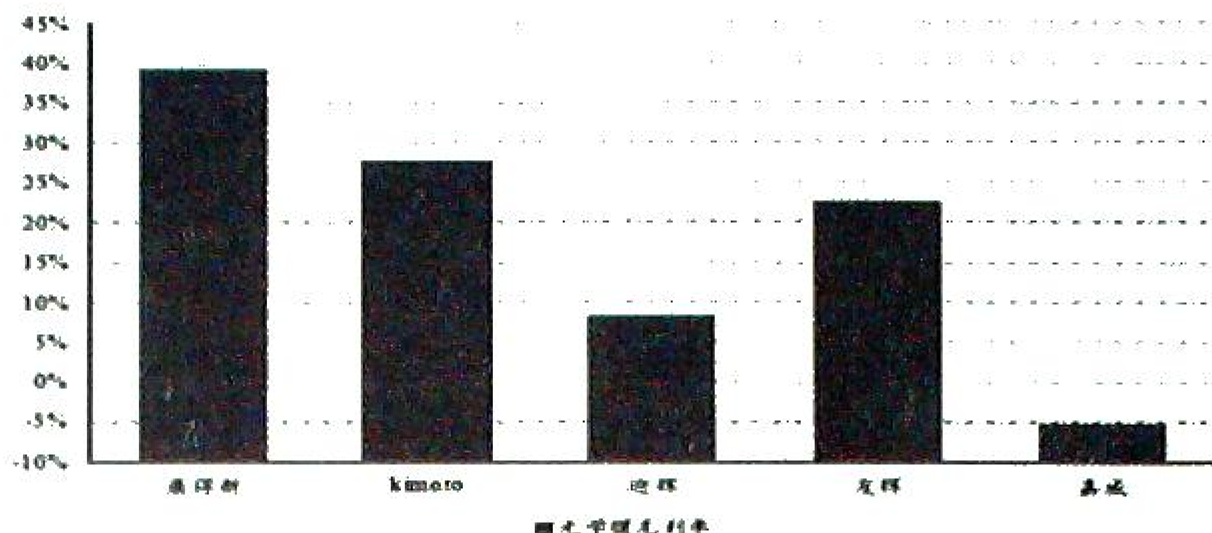
3）产业链一体化优势

作为典型的工业服务类企业，原材料一直是重要的战略资源，谁能整合产业链谁就更容易做到低成本优势。据研究机构披露，目前预涂膜企业大多采用委托加工方式外购基材，因为 BOPP 基材生产线的投资高达上亿元，对规模小的企业来讲很难负担。康得新 2010 年就在山东泗水建设了 2 条 BOPP 基膜生产线，此外还购买了大东南 2 条 8.2 米宽预涂膜基材生产线，总产能可达 2.2 万吨，不但能够满足公司 4.4 万吨预涂膜对基材的自给自足，还能实现对外销售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在光学膜领域也是如此。2011 年在张家港开工建设的 2 亿平米光学膜产业集群项目中，包括了 13 种光学膜以及配套的 5 万吨光学基材，1 万吨保护膜和 0.61 万吨 UV 光固化树脂。据机构研究报告披露，公司的光学膜产业链一体化程度较高，而国内其它企业一方面是光学膜规模小，另一方面只局限在光学膜产业链的某一个点上，这样成本不具有优势，同时也会限制光学膜新品的开发。

公司与日韩光学膜企业盈利能力对比



资料来源：中原证券、公司公告、bloomberg

另外、相对国外厂商而言康得新的光学膜盈利能力更强，据了解这源于其产品直接销售给本地客户，省去了关税以及不用裁切等因素。在调研中公司披露目前不少韩国和台湾的光学膜企业由于缺乏成本优势已经开始退出，这可能会加速光学膜向大陆产能转移的步伐。

4）高端客户认证的影响

由于光学膜对液晶面板的质量影响较大，因此下游客户选择供应商时会很谨慎，由此造成了较高的市场进入壁垒，新供应商需要经过下游大客户较长时期的复杂认证。而成功进入优质客户供应体系的光学膜供应商，一方面与客户形成紧密协作关系，提升了客户粘性。另一方面经常接触最新的下游发展咨询，反过来也对自身的研发提供了帮助。

在显示领域，康得新在 2014 年已经实现对三星、LG、友达、群创等国际一线客户的规模量产（之前已经通过冠捷科技、群创光电等知名厂商认证），从以往对国内客户（如京东方）的供货升级到了对国际一线品牌厂商的供货体系，这是对康得新产品品质和服务能力的一种客观认证。作为我们投资人来说很难搞清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

楚具体的技术和管理问题，但如果康得新能够持续的获得优质大客户的认证和供货资格，其实就从侧面印证了其业务发展的水平（其实应该从三星、京东方或者LG 方面去探查一下与康得新合作的虚实，包括客户的评价），因此我认为高端客户的认证是非常重要的标志。

当然，实现对知名大客户的认证和供货绝不应该是随随便便就通过了，否则就有违常识了。研究过苹果供应链或者汽车重要配件供应链的朋友应该知道，著名大厂商的认证一般要经过 2 年左右，太短于这个期间是可疑的。因此我特意查看了下康得新发布的通过三星和 LG 认证的公告，其中光学膜是 2012 年通过三星的性能认证，之后持续推进后续认证、验厂及实验性批量供货。一直到 2014 年 10 月 15 日才收到三星的量产认证，开始正式成为合格供应商。对 LG Display 的供货也是如此，2012 年开始推进光学膜产品认证（康得新的光学膜也是 2012 年开始量产），2014 年 2 月 17 日通过认证。认证的时间周期都在 2 年左右，比较符合常识。

3. 成长驱动及态势

1）市场及供需端

①当前的业绩驱动力

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
制造业	5,037,914,835.63	3,056,256,408.91	39.33%	66.42%	59.15%	2.77%
分产品						
印刷包装类用膜	1,536,229,196.88	985,229,716.96	35.87%	9.27%	5.35%	2.39%
光学膜	3,501,685,638.75	2,071,026,691.95	40.86%	115.98%	110.22%	1.62%
分地区						
国内	2,884,654,691.11	1,705,657,426.47	40.87%	46.74%	41.58%	2.16%
国外	2,153,260,144.52	1,350,598,982.44	37.28%	102.85%	88.72%	4.70%

从未来 2 年来看，业绩增长的主要驱动力还是在膜。2014 年的收入结构中可以看到，占比 30% 的预涂膜增速缓慢。前面的市场空间部分我们已经分析过，预涂膜目前在我国市场中的占比仅仅只有 20%，由于其环保性能的优越，国家政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策对其发展也比较支持（见下表）。从需求端的角度来看，预涂膜的下游主要是印刷品，这个领域基本是缓慢增长的状态。溶剂型即涂技术在我国印刷行业的市场占有率依然高达6成以上，但目前我国多部门已经出台了一些列环保新标准，如新闻出版总署已经计划在政府采购项目中率先开展绿色印刷。目前溶剂型即涂技术已经被限制使用，面临全面淘汰。预涂膜技术虽然成本相对要高，但长期来看随着预涂膜产业规模的扩大，以及人工工资上涨对溶剂型即涂技术的成本压力，未来预涂膜市场占有率的提升仍将有一个较长的持续增长周期。

我国环保产业政策

时间	部门	政策名称	政策内容
2005年	发改委	《产业结构调整指导目录2005年本》	溶剂型即涂覆膜机列入"已明令淘汰或立即淘汰范围。目前溶剂型即涂覆膜机已基本停产
2007年	新闻出版总署	《纸质印刷品覆膜过程控制及测试方法第1、2部分》	苯、甲苯、二甲苯的总含量小于1000mg/kg（溶剂型即涂技术实际上已无法达到要求）
2011年	环保部	《绿色印刷标准》	评分体系中使用预涂膜的权重为25分，是印后覆膜选材最高分（综合评价得分需满60）
2011年	新闻出版总署	《印刷业"十二五"时期发展规划》	"十二五"末基本建立绿色印刷体系，完善低端落后产能淘汰退出机制。

资料来源：中原证券、政府公告

从供给端来看，目前的预涂膜市场还比较分散。据券商的行业研究数据披露，目前各个厂商的市场份额基本都还在5%以下（指的是国际市场），市场竞争应该还是非常激烈的。产能上康得新已经成为龙头，但对预涂膜这块康得新未来也不会再大规模扩产。因此从需求较为稳定增长，以及市场竞争烈度高（机构调研记录中公司反映预涂膜的市场价格还是在持续下降的），康得新没有大的新增产能安排几个角度来看，预涂膜市场最多也就是保持缓慢增幅的样子。

所以拉动业绩的关键因素就是光学膜了。14年光学膜已经占到公司收入比重的70%。从历史来看11年投资建设，12年光学膜从无到有的大爆发，一举占据到当年业务收入的42%；14年继续翻番增长，已经成为公司业绩拉动的核心。那么在基本生意特性的数据分析阶段提出的问题就来了，它是否已经到了业绩增长的末期了？未来是否还具有发展的动能呢？

作为重资产类公司首先需要注意到它的产能潜力，毕竟产能不足市场再好也没用啊。2011年公司增发30亿建设的2亿平米光学膜产业集群（包括配套的基材），截止2014年的产能利用率大约在60%（2015年初机构调研中董事长披露）。也就是说在2015年满产的前提下，光学膜产能还有65%左右的提升余地。70%的收入占比*65%的弹性，对业绩的贡献率约为45%。但这只是2015年的情况，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看得再长些光学膜目前的产能就将不够了。因此，2015 年公司的 60 亿增发项目必须成功，因为那将带来 2016 年及之后 2 年可见业绩的驱动力（关于这次增发后面详解）。

前面提到了满产，那么就从需求面看看是否有满产的基础。在公司 2014 年年报中披露，国内新增的 6 条 8.5 代 LCD 面板生产线将投产，三星、LG、友达的面板产能也在持续向着中国转移。另可查到资料：京东方在重庆 8.5 代线总投资额 328 亿元，AMOLED 生产线投资额更大，鄂尔多斯 5.5 代 AMOLED 生产线即需投资 220 亿元，其中设备投资占比最大。近年来，推进原材料与设备的国产化是京东方的工作重点，也受到国家的大力支持。但是，截至目前，京东方原材料国产化约 50%，设备国产化不到 20%。未来，随着京东方持续的面板生产线建设，以及庞大存量设备的更新需求，设备国产化空间还很大。在康得新的 2 亿平米光学膜产能中，1.5 亿平米是显示用光学膜，考虑到液晶显示面板产能向着中国持续转移大背景，当前面板中国产化比例依然不足的结构（且国内膜有助于生产商降低成本、服务也更及时，具有替换进口膜的逻辑），并且国内目前尚无第二家具有规模的竞争对手，(因此康得新的光学膜达到满产的基础是存在的。)

在 2 亿平米光学膜产能中，还有约 5000 平米是非显示用。非显示用膜目前最大的市场是汽车窗膜，最大的潜在市场是建筑用窗膜。在这个领域，外资品牌的垄断性更强，世界窗膜市场中 90% 为外国厂商垄断（其中首诺科特的龙膜在建筑隔热节能窗膜中排名第一），5% 为台湾、台韩合资公司，剩余 5% 为中国大陆本土品牌。而且特别值得注意的是，窗膜的用户对价格的敏感度比液晶制造商低得多，因此窗膜听起来似乎没那么高大上，但价格和盈利能力却远远高于显示用膜（年报中谈到窗膜对公司毛利率起到重大支撑作用）。

(据公司在调研中披露，目前公司已经成为了世界窗膜协会会员，这是中国首家也是目前唯一一家窗膜协会会员，世界上只有六大窗膜制造商有会员资格。)公司已经开发了 8 大系列 138 个产品，开始对国内汽车集团和 4S 店供货，并建立了 1300 个贴膜店，在窗膜投产的第一年就取得这样的进展确实难能可贵，甚至快得不可思议（因此最好是进一步的调研，包括对 4s 店等调研看是否有了公司的产品供货）。在机构调研中公司介绍了负责窗膜业务的团队，是从外资龙头挖来的亚太区总裁和相关关键人员，这也是其业务高效拓展的基础。

总之据公司的年报分析，2015 年所有的显示和非显示用光学膜的国内总需求就达到 20 亿平米，康得新即便满产也最多只占据国内市场 10% 的份额，绝大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数光学膜依然是外资品牌在垄断。这其实也说明仅仅光学膜这块就还有得做呢，今年以来东材新村和双星科技都开始通过收购希望进入光学膜市场，也间接验证光学膜韩行业本身的市场前景被看好。

2014 年 6 月公司还发了一个公告：公司与韩国联合钢铁建立了战略合作，联合钢铁将选择康得新作为装饰用光学膜及保护膜的主要供应商，并协助康得新进行国际市场开发。联合钢铁是世界上最早生产彩钢板和装饰用钢板的公司，产品给三星、索尼等一线厂配套。其每年对装饰用光学膜和保护膜的需求量分别为 0.35 亿和 1 亿平米。因此综合以上供求信息，非显示膜实现满产的概率也相当高。

特别需要注意的是，从初级材料供应商（客户分散）到打破垄断的显示用光学膜（大客户特征），再到窗膜这种普通消费者应用的产品，康得新正在越来越接近最终客户端。这点目前是被市场忽视的，但可能很重要，因为只有这样才能形成消费品牌。比如预涂膜和显示用光学膜做得再好，大众只认识显示器，谁也不会关心和了解里面用的什么原材料。但窗膜就不同，比如我们都知道龙膜或者车模里的雷朋，它就会在大众中形成消费品牌，就像 3M 的磁盘，这种具有消费品牌的公司其估值体系是可能重塑的（以往大体上还是按照一个化工企业的估值）。

②决定未来的布局

前面说过，看康得新需要两个层面的观察，一个是当前可见的业绩驱动的层面，另一个则是其瞄准的高分子高新材料平台目标层面。前一个主要是提供业绩增长的确定性，后一个则将决定其天花板的高度和企业的根本性质。

康得新做了很多新产品的布局，未来可能还会有新的东西推出（这点要注意 2014 年研发费用暴增了 3 倍，投入达到了营业收入比重的 4%）。这里没必要把饼画的太大，只重点看 2 个已经逐渐在成形，并且未来 1–2 年内就大致可以看到初步效果的布局点：裸眼 3D 膜和碳纤维复合材料。

裸眼 3D 这块准确讲还是属于光学膜领域，但由于比较特殊单独拿出来讲。在我国科技部出台的《新型显示科技发展“十二五”专项规划》中，裸眼 3D 被定义为“最有生命力且终将成为显示技术共性平台的下一代显示技术”，其重要性可见一斑。而且这个技术应用范围极广，如果有效启动其市场前景和空间不可估量。

对于康得新的裸眼 3D 膜具体的技术作为普通投资人很难评估（从投资者互动平台上的回复看，是需要在生产过程中完成贴膜、安装、软件提前植入），这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个领域的推进也确实面临很多的不确定性：比如技术上是否能克服以往显示效果差、看多了头晕等弊端。从内容上有无足够的片源等等。但康得新在这方面有几个值得注意的动作（具体内容请见公司公告，这里不再赘言）：

第一，与飞利浦进行技术合作，获取了大量技术专利和在中国区推广的权利；

第二，与分众、捷众、利亚德、长虹等厂商合作推进裸眼 3D 技术的实际应用案例；

第三，与国内外的内容提供商正在合作推进裸眼 3D 片源的丰富化。

这里可以看到，康得新是从整个产业化的角度在推动市场，布局比较周密，值得密切关注。

另一个项目是碳纤维。关于碳纤维，由于其强度高且重量很轻，代表了未来应用的方向。目前已经在宝马 i3、i5 等高端新能源车体、以及新型客机、战斗机等上开始应用，高等级碳纤维的价格极其昂贵。目前国际上高等级（T700，T800 以上）碳纤维几乎被日本东丽垄断，国内只能生产 T300 级别的碳纤维并且还不稳定。据机构调研报告披露，日本在 T300 级别碳纤维对中国进行大量倾销，这个级别基本上是无利可图的。

康得新进入这一领域是通过引进德国技术，与德国慕尼黑大学合作设立了康得新欧洲碳纤维研究中心，与德国雷丁公司合资设立汽车轻量化设计中心，并且与宝马公司、雷丁公司、慕尼黑工业大学及设备厂合作建设廊坊碳纤维生产基地。这个项目有几个点值得注意：

第一，引进生产的碳纤维技术水平是 T700 级别的，这个级别的碳纤维的大规模量产是国内首家；

（第二，碳纤维复合材料的价格比碳纤维原丝要高 16 倍，碳纤维成品部件的价格又比复合材料高好几倍。公司非常精明的定位于将所有生产的碳纤维原丝都用来供应自己的碳纤维复合材料制造，然后再用来供应自己的碳纤维成品部件，最终销售的产品是部件和复合材料，项目的附加值要比单纯生产碳纤维丝高得多；）

第三，公司已经与北汽建立了合作关系并成立了产业基金。公司的碳纤维生产基地距离北汽的生产基地只有几公里，这样提前从产业布局上解决了碳纤维复合材料和部件的下游客户问题。可以预见，与北汽的合作只是公司进入新一代汽车领域的一个开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请问：公司计划大约什么时间可以生产出碳纤维？产品是T300还是T700？

您好！碳纤维项目为控股股东投资建设，康得集团计划2015年4季度试生产，主要产品为T700。谢谢关注。

上面这个是公司在互动平台中对预期的投产日期的一个回复。当然，这个项目同样存在很多不确定性。首先高级别碳纤维的大规模量产，在我国可以说是一个重大的技术挑战，即便是引入技术和设备，是否能满足工艺放大后的量产需要依然充满技术风险；其次，这个项目的实施主体尚不在康得新这个上市公司，而是由控股的康德集团操刀，上市公司目前是以投资参股相关的产业基金的方式参与（也成立了一个张家港复合材料公司），不过如果项目发展良好这部分资产未来有望注入上市公司平台。另外，碳纤维市场看起来很大，但具体推动上也面临不少难题。比如碳纤维目前的价格过高，这阻碍了其大规模的应用。不过价格高的原因之一主要还是产能和供应受限，如果供应持续增加，料想其价格会逐步下降。

除此以外公司还在孕育石墨烯项目，不过这个离得更远，暂不讨论了。总体来说，康得新在下一盘很大的棋：通过预涂膜和光学膜扎根高分子材料，并且提供源源不断的现金流。利用现金和融资杠杆，加速布局碳纤维等未来的关键高分子新材料业务。最终通过车用外观贴膜和窗膜、裸眼 3D 技术、轻量化的碳纤维材料、新能源电池用的石墨烯材料等组成了一个有联系的供应链条，那么最终瞄准的是什么呢？答案是：新一代的汽车革命（新能源 + 新材料）。这真的是一个宏伟的战略，一方面它蕴含着无限的商机和巨大的机会，但同时这个过程中也确实对企业能力要求太高，充满了不确定性。所以，只能边走边看了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2）成本费用端

单位：元

产品分类	项目	2014年		2013年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
印刷包装类用膜	原材料	856,428,933.31	86.93%	828,472,246.72	88.59%	3.37%
印刷包装类用膜	人工费用	26,790,044.88	2.72%	27,441,187.39	2.93%	-2.37%
印刷包装类用膜	制造费	102,010,738.77	10.35%	79,299,457.02	8.48%	28.64%
印刷包装类用膜	合计	985,229,716.96	100.00%	935,212,891.13	100.00%	5.35%
光学膜	原材料	1,808,512,717.09	87.32%	888,717,205.24	90.21%	103.50%
光学膜	人工费用	69,609,578.11	3.36%	43,105,227.26	4.38%	61.49%
光学膜	制造费	192,904,396.75	9.31%	53,348,738.53	5.42%	261.59%
光学膜	合计	2,071,026,691.95	100.00%	985,171,171.03	100.00%	110.22%
总计	总计	3,056,256,408.91	100.00%	1,920,384,062.16	100.00%	59.15%

康得新的营业成本中主要是原材料，原材料与石油价格波动的影响较为密切。这块不太好预期，只能判断为周期性的波动为特征。但短期来看由于2014年油价下跌较多，虽然有所反弹但相对14年上半年100元左右的价位还是低很多，因此2015年的原材料成本相比去年会有所下降，有利于毛利率。

对毛利率另一个影响因素在于产品价格。据公司在机构调研中的披露，预涂膜的价格还在下降（但14年年报中预涂膜毛利率还有所上升，不清楚石油价格下降的作用更大还是新产品作用更大），毛利率的保持主要靠光学膜，特别是光学膜中新产品贡献占比的提升。当然预涂膜的价格下降，也有利于对即涂膜的产品替代，这个过程的正反面的影响都有。(从毛利率的趋势性发展来看，主要的期待还是在新品，特别是非显示用光学膜的业务推广情况。为未来毛利率一个很大的影响因素还是2015年的增发项目，因为其中的1亿多平米光学膜主要为非显示用和更高端产品，如果增发成功并逐步满产，推测将对未来3–5年毛利率走向带来明显拉动。)

费用项目	2014年	2013年	增减变动
销售费用	98,523,376.54	54,142,695.11	81.97%
管理费用	399,825,261.04	216,663,155.29	84.54%
财务费用	262,650,094.61	133,722,059.96	96.41%
所得税费用	187,179,197.57	79,758,981.98	134.68%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从费用上来看 14 年保持着高速增长。考虑到康得新谋划着一系列重要的新业务，并且都预期将在未来 2–3 年内逐步产业化，因此无论是销售费用率还是管理费用率都看不到明显下降的余地。甚至我觉得还有可能小幅上升，这可能将抵消未来毛利率提升的积极影响。其中唯一可能有下降余地的是财务费用，如果 2015 年增发成功，60 亿的资金中将有 8.57 亿偿还银行贷款，6.43 亿补充流动资金，这预期将降低目前极高的财务费用。但这里有些变数，因为随着业务发展康得新可能还会继续有新项目投资或者扩产，因此财务费用可能会在增发通过的短期 1–2 年内有所下降，之后的情况还是难预料。

4. 产能及外延端

项目	内容
发行资金	增发不超过 2.37 亿股，发行价 26.45 元 / 股，募资不超过 60 亿元
发行对象	非公开发行，控股股东康德集团认购 30 亿，风实云兰认购 10 亿，华富基金认购 7 亿，安鹏资本认购 5 亿，天弘基金认购 5 亿，赢盛通典认购 5 亿
投资方向	拟投资 45 亿元用于全资子公司年产 1.02 亿平方米先进高分子膜材料项目具体包括：纳米多层层叠膜 3000 万平方米 / 年；多层特种隔热膜 1000 万平方米 / 年；多层高档装饰膜 1000 万平方米 / 年；水汽阻隔膜 1200 万平方米 / 年；隔热膜 4000 万平方米 / 年；薄型光学级 PET 基膜 2 万吨 / 年。剩余资金偿还银行贷款及补充流动资金。
建设周期	预计 2 年，初步预计 2016 年 4 季度投产
其它	股份锁定期三年

上述项目除薄型光学级 PET 基膜作为基材使用外，其余高端高分子膜材料产品的主要应用领域为液晶显示器用的背光模组；汽车及建筑节能；消费类电子产品及家电、家具、装饰装潢；柔性 OLED 及薄膜光伏电池、柔性 OLED 照明等。

投资类别	基本情况
纳米多层层叠膜	用于液晶面板增亮，节能效果显著，有助于延长智能手机和平板电脑等的电池待机时间。目前被国外垄断，预计 2017 年全球市场需求总计 1.45 亿平米
多层高档装饰膜	用以家电所用触摸板，新一代 HUD 显示器和装饰膜等。每年消费电子产品及家装装饰膜用量达 2 亿平米，装饰膜潜在需求也达到 2 亿平米每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资类别	基本情况
隔热膜及多层特种隔热膜	用于汽车窗户及建筑玻璃，预计 2017 年车用隔热膜市场需求达到 1.5 亿平米每年。多层特种隔热膜具有传统产品难以获得的清晰度，并避免电磁屏蔽，属于高附加值产品。预计 2017 年车用需求 0.2 亿平米，建筑隔热领域如果有 2% 的外窗改造应用可达 1 亿平米以上
水汽阻隔膜	用以 AMOLED 柔性显示器，目前发展快速，预计 2020 年达到 1.4 亿平米的年需求量；此外还在柔性光伏电池、OLED 照明等领域有巨大需求，2020 年有望达到 4.2 亿平米需求
薄型光学级 PET 膜	多种产品所需的基膜

这些项目的具体情况请参阅公司的非公开增发公告。这里值得注意的是，虽然本次增发的光学膜规模只有1.05亿平米，似乎远低于11年2亿平米的建设规模。(但本次增发的募投项目几乎全都是国产空白领域且都是中高端项目，并且绝大多数投向是价格很高的非显示用光学膜，因此其单位的盈利能力远高于 11 年增发的显示用光学膜。)据公司在机构调研中透露，本项目如果达到满产，即便从较为保守的角度预估，其产值也应该不低于 145 亿。这相当于 2014 年 50 亿营业规模的 3 倍的弹性。

三、主要风险

★增发必须成功

第二次的增发是确保康得新光学膜业务未来 3 年再次大发展的基础，因此增发必须成功。2012 年的增发曾经经历过一些波折，当时是认购方不足，经过追加认购邀请环节才补足。 不过这次情况不同，认购方和认购金额已经确定，并且 12 年市场普遍质疑康得新做光学膜的可能性，经过 2 亿平米光学膜投产的良好示范，市场疑虑应该较低。目前增发在等证监会的审批。

★竞争加剧的风险

光学膜的市场潜力正在吸引国内其它厂商的接入，目前已知的除了南洋科技有光学膜业务外，东材科技和双星新材在 2014 年也都上了新的光学膜双拉设备，希望从提供光学膜基材入手，进而可能进军深加工产品。但是东材一直以来的主要薄膜业务是电容膜和电子电气薄膜，而没有生产光学膜基材的经验。同样双星新材依靠包装膜起家，也没有光学膜基材的生产经验。目前来看，它们距离光学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膜真正规模化量产还有较长的时间，其中包括了基材规模生产的掌握，光学膜的技术突破，光学膜产品通过大厂验证也起码需要 1–2 年时间。不过光学膜吸引各方进入，侧面说明了光学膜产业的前景看好。

★应收账款的恶化

2014 年的应收账款占营业收入比重，以及应收账款周转天数都提升的极快。据公司解释这主要是因为光学膜的账期比预涂膜长得多，并且光学膜的下游主要是具有话语权的大客户，这与以往也有很大不同，因此从商业常识来说应收账款提升到高比例并且周转率下降是符合逻辑的。但高应收账款毕竟属于通常意义上的经营风险，而且由于其光学膜的业务结构可能发生变化，未来应收账款稳定下来后的水平如何需要关注。

单位：元

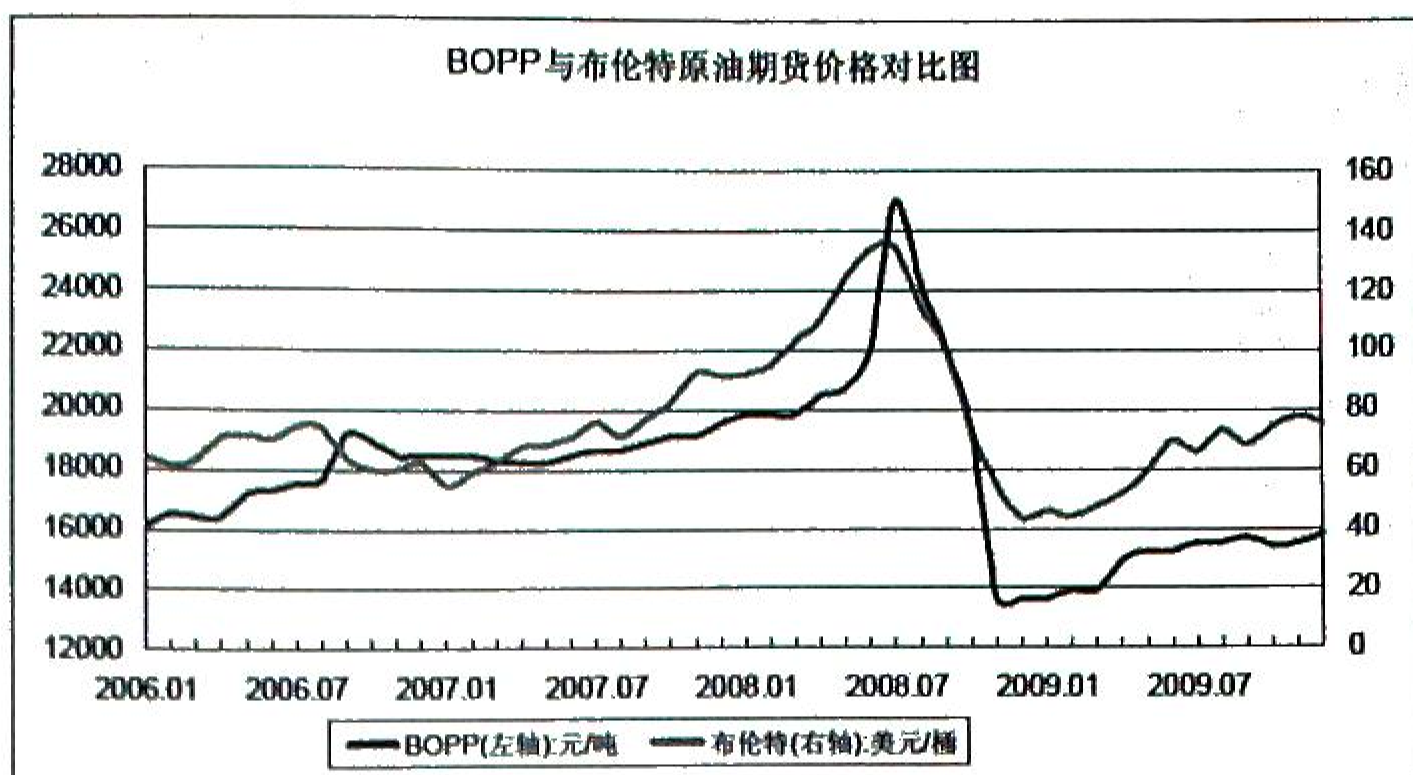
	2014 年末		2013 年末		比重增减	重大变动说明
	金额	占总资产比例	金额	占总资产比例		
货币资金	4,192,943,122.78	38.55%	2,675,386,027.07	33.60%	4.95%	货币资金期末较期初增加了 56.72%，主要是由于本期本公司销售规模扩大，经营现金流入增加，以及发行公司债券募集资金，筹资现金增加所致。
应收账款	1,770,341,668.21	16.28%	431,104,965.58	5.41%	10.87%	报告期应收账款大幅增加，因光学膜产能释放，在四季度实现大幅度增长。截止 12 月末，尚未到信用账期，形成应收账款。公司预涂膜、光学膜账期在 30 天—180 天不等，报告年度应收账款平均周转天数 76 天，符合产品销售回款周期。
存货	494,991,977.74	4.55%	464,347,715.97	5.83%	-1.28%	

★原材料成本大幅波动的风险

公司产品的营业成本中 80% 以上都是原材料，并且主要原材料品种跟随原油价格的波动而波动。这可能会带来其营业成本的周期性波动风险。

期间	主要原材料和能源	耗量（吨、度）	平均价格（元/吨、元/度）	总金额（元）	占预涂膜产品营业成本的比例
2009 年	BOPP	6,858.45	12,891.00	88,412,270.28	44.75%
	BOPET	488.62	11,406.10	5,573,193.49	2.82%
	EVA	6,443.06	10,840.00	69,842,787.41	35.35%
	LDPE	520.92	7,980.20	4,157,021.84	2.10%
	电力	7,322,538.61	0.736	5,386,772.54	2.73%
	水	7,515.50	4.005	30,101.26	0.02%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个说实话也没什么太好的办法，这就是它的经营环境。当然阶段性的原材料成本变化对于公司长期的价值并不构成太大影响，长期来看它是一个均值，但某个年份可能会对业绩造成波动。

★新业务开发不顺利的风险

这是显然的，未来几年重点的新业务有不少，都需要大力推进，这个过程显然具有不确定性。其中碳纤维可能更复杂些，因为这涉及到关键设备国外实施禁运的问题，也就是说每次的扩产都要以能引进国外设备为前提。目前根据公司的披露，t700 级别如果不涉及军工制造似乎是可以获得的，但更高等级则很困难。当然这里可能涉及一些复杂的因素，外人难以窥见，只能保持等待和观察了。

★接班人问题

对于一般企业来说，接班人可能不是一个特别重要的问题，但康得新比较特殊。首先一个原因，是它的业务在未来几年都处于关键性突破的关口，不但需要战略上的高瞻远瞩，也需要充分协调好技术研发和整合资源将新产品迅速产业化，这个阶段和这个特性的企业对公司管理层特别是最高领导者的要求是极高的——不仅仅是管理水平的问题，对于一个立志创造辉煌的公司来说，精神领袖的凝聚力量有时候比具体的经营指导还重要。那么我们可以看到，2014 年公司董事长钟玉先生已经 65 岁了，接班人问题正在慢慢变得现实。当然，从目前董事长的状态来看，如果身体健康的话再干 5 年应该问题不大。从康得新的发展速度来说，这 5 年也是最为关键的。发展的好，那么可以相对降低未来接班人的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、其它重要问题

★ 2016 年的业绩情况比较复杂

从前面的业务分析来看，我们会发现 2015 年的业绩主要来自 2 亿平米光学膜的满产支撑。而如果 60 亿的新定向增发成功，公司预期新项目的投产日期将会在 2016 年 4 季度。也就说 2016 年的前三季度，其业绩的拉动力可能会是一个空窗期。对于 2016 年来说，业绩驱动力可能要关注裸眼 3D 膜的推广，以及碳纤维复合材料的进展了。这两个都是全新的业务，涉及了技术突破到大规模产业化推广的一些列问题，因此不确定性是比较大的。

★ 高管 2014 年末曾融资增持股票

2014 年 11 月公司曾经公告，康得新的部分董事、高管和核心员工以及康得新集团的部分核心员工共同参与增持了公司股票，具体情况如下：

2014年11月11日—18日，各项资产管理计划以全部募集资金通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份。其中：以大宗交易的方式增持共计50万股公司股份，占公司已发行总股本的0.05%，增持均价为32元；以竞价交易系统的方式增持共计1592.46万股公司股份，占公司已发行总股本的1.68%，增持均价为32.92元。本次增持前，各项资产管理计划未持有公司股份。

公司历史上曾经有多次增持公司股票的记录，不过前几次是康得集团的增持，14 年末则主要是高管和核心员工的增持。

公告日期	证券	标题
2014-11-19	康得新(002450.SZ)	康得新:关于部分董事、高管和员工融资增持公司股份的公告
2013-09-13	康得新(002450.SZ)	康得新:关于控股股东增持公司股份的公告(2013-9-13)
2013-09-06	康得新(002450.SZ)	康得新:关于控股股东增持公司股份的公告(2013-9-6)
2013-07-24	康得新(002450.SZ)	康得新:关于控股股东计划增持公司股份的公告
2011-07-28	康得新(002450.SZ)	康得新：关于控股股东完成增持公司股份的公告
2011-07-26	康得新(002450.SZ)	康得新：关于控股股东增持公司股份的公告

★ 员工数量和结构的变化

一个公司的快速发展根本上是取决于人，特别是对于康得新这种在过去几年飞速发展，未来几年又面临很大业务发展挑战的公司来说，更是如此。之前的股权激励部分的信息可以看到康得新还是比较重视员工激励的，这里再看一下这 2 年公司员工数量和结构的一些变化。通过比较 2014 年和 2011 年年报中公司员工章节的介绍，可以得到如下数据：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	2011 年	2014 年
员工总数	1583 人	3224 人，+103.66%
高学历员工（博士 + 硕士）	45 人（其中博士 7 人）	129 人（其中博士 13 人），+186.66%
技术人员	301 人	1056 人，+250.83%
销售人员	109 人	196 人，+79.8%
生产人员	922 人	1497 人，+63.36%
财务及行政	251 人	475 人，+89.24%

从这个数据对比来看，过去 3 年间公司的员工总数翻了一倍，增长是很快的，这与其业务快速发展的基本面相符。这其中，技术人员这个职能类别的人数增长最快、远高于人数增长平均值，说明公司的人力资源投入在向着技术和研发倾斜，这与其管理费用持续上升的趋势也一致。生产人员增长最低，说明自动化水平比较高。销售人员增速也不高，这与其直销只盯着大客户，其它主要靠经销体系建设的特征相符。但如果结合公司的发展方向来看，目前高学历人才似乎还是不足，特别是博士只有 13 人，这对于康得新未来真正建立自己的研发平台应该是远远不够的。未来高级别研发人员的引入值得关注。

五、初步价值评估

1. 投资的逻辑支点

1）中国拥有巨大的高分子材料应用市场需求，但目前高品质的材料却主要由国外少数巨头垄断。因此当前以高品质光学膜为代表的一系列高分子材料领域的突破既在经济上具有很大商业价值，又在国家安全上具有重大意义，具有较好的政策环境。

2）从产业发展进程来说，目前大多数的工业领域都已经或者正在迅速完成进口替代，中国在高分子材料领域有所作为的阶段也许已经到来。

3）康得新立志于成为中国高分子材料的领军企业，在高档光学膜、碳纤维、石墨烯等重要的产品上进行了布局。虽然这过程中不确定性很大，且行业特征也需要不断的技术突破和创新，对公司可持续发展的要求极高。但从康得新的发展历史来看，显示出很强的资源整合能力与执行力，初步体现出“说到做到”的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征。这使得其未来宏伟的产业规划具有了一定的可信性。而只要这个规划中的某1，2个真正得到落实，就可能带来很高的回报。

4）短期来看，稳定增长的预涂膜与去年刚刚全面投产的光学膜为短期1–2年的业绩提供了较好的安全垫；中期来看，新增发（如果通过）的高端光学膜项目若推广成功，能带来很大的业绩弹性；远期公司正在布局和推进的碳纤维及石墨烯等业务，提供了很大的想象空间。

5）这个产业的技术壁垒较高，又具有典型的规模效应，并且推广往往需要经过下游巨头较长期的认证，而一旦认证成功则客户粘性较强。这些特征说明行业的集中度可能向着领先者倾斜，从高分子材料领域的国际经验来看也有所验证，这个特征易出较大市值的公司（如3M当前营业规模310亿美元，市值1000亿美元以上）。

2. 高价值符合度评估

评估项目	基本评估
市场空间和商业价值	是，市场空间巨大，高分子新材料已经成为诸多新兴产业发展的瓶颈，既具有很高的商业价值又有宽松的政策环境
扩张的边际成本，轻资产	否，典型重资产类别，需要规模效应支撑。未来应该还有增发扩建
高客户粘度	是，进入下游大客户供货体系需要长时间和复杂的认证，客户一般不愿轻易更换规模供应商
弱周期性	否，其下游涉及面广，与宏观经济的联系性较强。但在目前阶段由于其业务尚处于对存量市场的进口替代过程，并且尚在不断用新的供给再创造需求，因此当前业务对宏观经济的敏感性应没那么高
强竞争优势	是，从目前公司的资料来看其整合资源并迅速产业化的能力出类拔萃，但这可能需要进一步的其它信息源的证实，比如与其合作的下游客户那里，但目前尚不能完成这部分工作
管理层和治理	好，管理层具有战略视野，极强的资源整合力以及团队执行力，公司激励机制较好
R特征	R较高，这一方面源于其不低的净利润率，另一方面财务杠杆也较高，未来主要看总资产周转率的提升
N特征	不确定，高分子材料的市场需求持久，但需要公司持续的创新并保持技术和产业化的高效率，对公司的要求非常高。特别是现任董事长已经65岁了，未来接班人是否具有同样的能力是个大大的问号。
g特征	高增长，公司资金紧张必然不会高分红，并且未来还有持续融资的需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



评估项目	基本评估
总结	康得新处于典型的通过供应创造需求的行业，不断的创新赋予了这种企业几乎无穷的发展动力，但跨越式的创新同时也具有巨大的不确定性，它在伟大与功亏一篑之间往往只有一线之隔。高度的专业性以及巨大的不确定性决定了它不宜集中持仓，而潜在的成长空间及历史曾经证明的执行力也吸引人对其保持长期的关注。 总得来说我认为投资人如果想从技术层面或者高分子材料的专业层面去透彻了解它是非常困难的。对于康得新这种业务涉及众多技术概念的公司，更重要的研究或者评估可能在于 2 点： 它的业务是否真正具有极其广阔的市场应用空间？是否代表了社会发展必然的大方向（至少我们自己要能认同）？ 公司的经营和管理层是否足够优秀和让人信赖？公司从战略构想、人力资源、激励体系等方面是否体现出业界的顶尖水准？业务发展是否基本上能“说到做到”？

3. 估值评估

评估项目	具体内容	基本评估
溢价与折价定性分析	处于价值创造的什么阶段	高分子材料领域几乎是中国最落后于发达经济体的产业之一，无论是市场需求还是公司的业务开发都还处于初中级阶段
	生意特征是否符合 DCF 三要素	否，技术研发为核心难以预估成败，重资产
	盈利的确定性	一般，短期产能释放带来的业绩确定性较高，未来新业务都需要持续的研发突破和产业化耕耘，不确定性高
溢价折价定性	相对于一般化工和材料企业应具有溢价（因壁垒高有一定客户粘性），但不属于经常性溢价标的（因为不确定性大且现金创造力弱）	
市场参照体系	公司将自己对标 3M 公司，目前 3M 在美国市场的总市值在 1000 亿美元左右，TTM 市盈率在 22 倍，动态市盈率在 20 倍左右。作为美国较大市值公司，3M 的估值应该说不算低，这可能与新材料未来的应用前景以及 3M 公司在较多技术上的高市场占有率优势有关。从康得新过去几年的估值波动来看（年末收盘价对比当年业绩和净资产）：11 年 56PE，7PB；12 年 33PE，6PB；13 年 34PE，6PB；14 年 27PE，5.8PB。 可见公司的估值似乎并不完全与市场环境一致，比如 12 年的估值与 13 年居然变化不大（1 年大熊市 1 年大牛市，这可能与 12 年公司净利润超高速增长有关），呈现出熊市不低牛市不高的较为奇怪的状态。熊市不低应该源于其业绩始终高速增长，牛市不高则比较有趣，这可能与其业务规划庞大且专业性较强，市场较难评估其确定性有关。对它的估值完全需要建立在对公司落实规划的信心而定，如果相信公司能做到其业务目标，那么 30 倍的估值也是便宜的，反之可能就无法估值，更谈不上贵和便宜了。	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　一些体会和建议

第一章　如何高效运用分析框架

一、“拼图”的内在逻辑

其实公司分析没有什么秘密可言，它就像是拼图游戏。拼图游戏有两个要点，首先你要知道最终要拼出什么图形。“价值分析框架”就是最终要拼出来的图像。没有入门的投资人经常拿着厚厚的公司资料茫然不知该如何入手，这就像一个拿了满手的拼图却不知道要拼什么图像一样。上面的 10 个案例虽然公司业务各不相同，但你会发现完全都是沿着同一个思路模板去分析的，它就像一根线，把散落在各处的信息穿成一串项链，帮助投资人从对公司的碎片化的认识，逐渐拼出一个完整的价值图像，从而更好的把握这个公司投资价值的本质所在。

在这个价值分析框架中，最重要的是“核心投资逻辑及业务分析”这个部分，你会发现如果一个公司如果具有投资价值的话，在这个部分必然会显示出几条或者多条明显符合的特征。以上面的几个案例为例：

	东方雨虹	立讯精密	劲嘉股份	利亚德	科伦药业
发展空间广阔	符合	符合		符合	
突出的竞争优势	符合				符合
市场供需端驱动	符合	符合	符合	符合	符合
成本费用端驱动	符合		符合		
产能外延端驱动	符合	符合	符合	符合	符合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在这几个要素中，发展空间是一个长期的笼统的定性，可以大致定性公司的天花板在哪里，是思考公司如果最终成功的话到底其营业规模和利润规模相比现在是什么级别的增长？3倍还是5倍10倍？这个环节主要是解决把它当做成长股还是价值股的问题、显然如果是后者那么其投资价值更多是需要跌出来的，便宜比什么都重要。而如果是前者，便宜当然也是重要的，但就不是最重要的了（何况市场往往很聪明，极少对这种公司以极低的价格送给你），那么就要进一步去看看其到底能够创造出多大的增量价值了，也就是对表格中下面4个要素的衡量：

竞争优势是思考其增长的长期确定性问题，一个缺乏强大而明确竞争优势的公司，其长期的增长是不确定的，因为你不知道3年后谁就能打败它了。而一个竞争优势出类拔萃的公司，往往就可以看得更远，这类公司即便短期的爆发力不足，但长期下来的复合收益率也是惊人的。这也是为什么把时间放到10年这个级别你会发现一堆医药类公司成为长期大牛股的原因——一方面其发展空间广阔大，另一方面这个行业特别容易产生壁垒。

但强大的竞争优势往往是稀缺的，有些公司是因为大所以才强，当你看出它无以伦比的竞争力的时候反而已经到了它价值创造的末期了，这种时候竞争优势的优点反而被天花板已到这个缺点给压制了。还有一些公司的竞争优势是模棱两可的，你说它没有优势，相对同业它的经营有特色或者较为出众，你说它有优势其实又没有本质上的不同。对这种公司难道就不能投资了吗？不是的，对这种公司我们很难预期其长期的未来，但却可以挖掘其短中期的确定性因素，那就是“成长驱动和态势”下面列出的三个视角：市场供需端、成本费用端、产能外延端。

市场供需端：这个视角主要衡量两个东西，首先是看有没有能催化市场需求出现的东西？比如东方雨虹的防水市场，以前都是交给施工方做，这就对高价优质的防水公司不利。现在趋势变为了单独交给第三方防水公司做了，这显然就催化着市场需求向着有利于东方雨虹的方向去了。另外比如斯诺登事件导致了信息安全市场里国产产品采购比例的加大，也是一种典型的情况。需要注意的是，这种需求的催化要注重对公司业绩的实效，不能把一般性的各种宽泛的政策利好甚至是市场概念算进去。

除了市场需求的风向之外还有一个就是供应，这里指的主要是看公司有无什么重大的产品即将推出。比如利亚德的大尺寸小间距LED电视，对于公司未来的盈利可能产生重大的影响。又比如立讯精密收购了联滔的全部股权，15年既可能承建苹果更多的订单，又由于合并报表因素增厚了公司业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本费用端：如果上一个视角是衡量开源的能力，那么这个视角就是看看有无节流的潜力。公司的利润无非要么来自收入增长要么来自成本和费用下降，两者都能碰上当然是上上签，但哪怕成本费用端能有大的下降空间也可能带来一定的价值（当然成本和费用降低总是有极限的，而收入的增长相对来说是无限的），比如劲嘉股份的垂直一体化如果到位，就能给原本毫无亮点的收入注入一剂业绩增长的强心剂。并且由于这种增长完全取决于公司的内部整合，与市场需求的扩大并无太紧密的联系，所以短期来看这种业绩增长的确定性反而更强。

所以说，这三个视角下如果发现公司短期 1–2 年内具有大概率的有吸引力的业绩增长，那么即便长期来看由于其缺乏稳固的竞争优势而不适宜长期持有，但就 1–2 年内而言，它可能依然是个不错的标的。

当然，这种分析模板对于制造业可能更为典型，对于不涉及制造环节的、以无形资产为主的公司而言侧重点会有所不同。比如产能扩张的节奏就不那么重要了，但市场需求和公司差别化的竞争优势就会变得更为关键。比如广联达属于典型的轻资产、非制造业类别，但我在早期同样是用这个分析框架来建立基础档案的。只不过后来随着关注的时间越来越长，在基础档案上又增加了其它更深入的内容填充了更多的细节而已。

此外，有朋友可能会注意到一个问题，这种方法并不能对公司未来 1 年的业绩有一个精确的评估。事实上也确实如此，对这个问题我的看法很简单：对公司业绩的精确评估几乎是不可能的。我们只需要看一个事实，每到财报披露季我们就会看到一大堆的“超预期、低于预期”的报告，说白了其实就是这些业绩预期全都不准。这也很好理解，我们都知道公司的业绩一方面受到市场环境波动的影响（影响收入和生产成本），另一方面又受到公司经营节奏的影响（费用的波动，资本支出节奏也影响固定成本的分摊，费用资本化的方式和程度也会对利润造成调节），甚至是其它一些与经营无关的事项也会影响到最终利润（比如增值税退税的节奏、政府补贴的额度变化等），因此不但公司的最终业绩是各方面因素的一个共同作用（并且其中还有较大的业绩调节的空间），而且业绩在各财报阶段的体现节奏也可能是不同的（比如二季度加大了市场投入导致营销费用剧增，但三季度和四季度即可能延续这一投入力度也可能见到效果后收住费用，这就会在各个期间的业绩表现上产生明显的差别），这么多因素共同参与进去，要想对公司未来 1 年的业绩进行精确的预测又怎么可能呢？事实上，别说投资人和分析师了，就连公司的高管都很难精确预计到未来 1 年的业绩——当然，这也是随着时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间变化的。比如到了三季度末，一般当年的业绩就比较容易预期了，但一般在业绩逐渐清晰的时候，这个公司的股价通常也很快到位了。

所以在我的习惯里更注重对这个公司经营的“势”进行判断，而放弃对业绩的精确计算——当然这不代表完全不评估业绩了，但这种评估是一个可能的业绩范围而不是一个精确的值。这种可能的业绩范围的估计，一方面来自对其“势”的判断（比如驱动其今年业绩稳定增长的内外部条件，在明年是否依然存在甚至有加强的因素？），另一方面是假定悲观、乐观和中性三种情况下可能的一个表现。这种估计往往会结合估值因素一同考虑，如下：

某公司	业绩增长	估值指标
乐观预期下	强调有利因素	估值区间的上沿
悲观预期下	强调困难因素	估值区间的下沿
中性预期下	假设各项环境较为平稳	假设市场估值处于中间区域

乐观预期中，对业绩增长会强调有利的因素（比如新业务拓展顺利、费用控制好、市场需求较为旺盛等等），并且其估值的指标采用其历史估值区间中偏上的部分（但不是泡面区间）。与之相反，悲观预期的估计中会强调负面和困难的因素（比如需求较为疲软，成本和费用压力更大等），其估值指标也采用历史估值区间的靠近下沿的数值。中性预期则是假设处于一个平缓的状况。在这种思维中，我们可以勾画出一个公司当前价格的吸引力到底处于什么程度？比如，如果一个公司悲观预期下结合悲观估值的结果，都能稳赚不赔，而中性和乐观预期下又有很大的收益可能，那么就可以考虑在组合中建立更多的头寸。

这其实才是投资的本来面目：投资本质上是对风险的管理和资产的配置，而不是对某个公司精确业绩的斤斤计较。这里隐含了两层意思：第一，对于公司分析而言，更重要的是其业务的长期吸引力（增长的空间和竞争优势，以及是否符合 DCF 三要素），是找到那种可以忽略阶段性的业绩波动而长期来看具有巨大成长潜力和较高实现可能性的企业；第二，就投资组合而言，重要的是提高整体的胜率和保持组合在整体上赔率的优势，而非精确计算某个公司的业绩到小数点后 2 位。在这两点中，前者需要的价值分析的方法论，后者需要的是对市场风险和机会转化的敏感性；前者能自下而上的发现更多的优质投资对象，后者能利用资产配置来降低风险并利用市场波动来放大收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要注意的是，这种方法要小心那种强周期类、大客户类且业务不稳定特征、以及业务乱七八糟完全无法预期的公司，因为这种公司的业绩变动幅度实在太大，哪怕是所谓的乐观和悲观预期都很难涵盖到其波动范围。

二、不努力，再好的戏也出不来

前面说了企业分析是个拼图游戏，价值分析框架可以告诉你最终的图像是什么样。但拼图游戏成功的前提是什么呢？是你手里有足够多的拼图块，否则光知道图像是什么样子有什么用呢？那么这些拼图块在哪里呢？其实就在年报、研究报告和各种资料里。

初学者经常会奇怪那些成功的投资人怎么会知道那么多东西？怎么可能对一个公司了解那么多？我还是那句话：这里没有秘密。你看 5 年的财报就是比看 1 年财报的人知道的多，你看 30 份研究报告就是比只看 5 份报告的知道的多，你跟踪一个公司 2 年就是比只看了 3 个礼拜的知道的多，这其实都是很简单的道理。

在企业的投资分析上，初学者最大的问题是“已知”信息都不掌握，说白了就是根本不去查资料、看年报、看券商报告。其实就算一个完全不懂公司分析的人，如果肯去看个 20 篇券商研究报告，看过去 3–5 年的年报，再把公司网站上投资者互动中的问题浏览一遍，也能做到对公司基本信息比较丰富的了解了，哪怕这种了解是碎片化和仅仅处于表象层面的。但就是这一步就能淘汰 8 成以上的股民！因为对大多数人来说，忘掉 K 线而去认认真真的学习本身就是一个巨大的壁垒。剩下的那 2 成人都是足够努力的，是真正以投资而不是炒股的心态来到市场的。他们的最大问题就是缺少方法论，公司的资料看得挺多，但只是各种碎片化的认识，缺乏系统的观点，不知道哪些信息的权重更大，也不知道如何将“已知”的各种公司信息和数据转化为“可知”的公司经营态势的判断。这本书主要解决的就是这个层次的问题，但它只能指引一个方向，给一个行动的路径。是否能够进阶到这一层，既取决于悟性，也取决于是否能够坚持学习和不断实践。再往后，就是从“可知”进而上升到“未知”的层次，那不但需要长期跟踪公司形成的一种直觉，更需要一种强大的商业判断力。那就不是任何一本书能解决的了，而是一个投资人长期综合修养的最终体现，也是投资者自我修养中最高的层次，我自己也还在艰难的摸索中。

企业价值分析这事儿不怕开始难，就怕你永远不开始。我看到得最多的初学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者的抱怨就是“帮助太少了、案例太少了”等等。对此，我觉得任何一个想要抱怨案例还是不够的人应该自己问几个问题：第一，你觉得这个世界上真的有某种完全标准化、傻瓜化的企业分析方法吗？第二，你真的以为那些已经成长起来的成熟的投资人，都是靠着别人喂到嘴边上的吗？第三，在抱怨“帮助不够多、条件不充分”的时候，自问一下自己付出了多少？自己真正下功夫学习和实践了多少？在第一本书里已经涉及了多个案例，如果抱怨不够多还情有可原。但是我的博客上自09年至今至少有2、30个比较长篇的各类公司分析案例了。如果抱怨这些案例零散，缺乏系统的模板和标准化的思路体系也可以，现在这本书不但提供了全新的案例还给出了完整的标准化的分析模板。如果这些还觉得不够，我觉得这个人该仔细衡量一下自己是否真的适合做股票了。我做投资也快10年了，这10年里我所见到的每一个成长起来的投资人都有一个共同点，那就是务实进取和善于学习，从来不会坐在那儿等“贵人”，从来都是踏踏实实一步步的学习，不好高骛远，但永不停下学习的脚步。而那些失败者呢？永远抱怨条件不成熟，永远希望有一个“上帝”能赐予他一个捷径或秘籍，有时候你喂到嘴边都不行，他还会抱怨你为什么不嚼烂了再喂？人不自助，天也难帮啊。

从这个角度来说，投资确实是一个很不安逸的工作。一般的工作都是重复性的劳动，但投资确实总是逼迫着你要去了解新的东西。不管你已经积累了多少，只要半年不研究公司不看材料，照样两眼一抹黑。投资（特别是职业投资）真的不是给想舒舒服服的人准备的，长期持有看起来最轻松，但那持有的定力背后积累的厚厚的作业又有几个人看得见呢？

三、几个需要注意的地方

1. 分析框架是起点而非终点

企业价值分析框架的主要目的是拿到一个新公司后，能够快速的程序化的把构成它价值要素的几个主要方面给梳理出来，形成一个认识上的主干，从而判断它到底值不值得进一步的深入研究和跟踪。所谓的进一步深入研究往往没有特别固定的模式，而是就其各个业务细节进一步去了解，包括参与现场调研等，形成对公司更多的感性认识。

我以前曾经说过，对公司的研究存在一个明显的边际效应递减。并不是说对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的方方面面观察记录了解得越细，对它的投资价值就能越清楚。事实上对一个公司最关键的认识恰恰是轮廓和骨架是不是清晰，价值分析模板主要的作用就是建立这种轮廓性的认识。没错，这个程度下还远远谈不上对公司的透彻了解，比如更细致的财务分析，更深入的业务发展细节，更全面的信息覆盖等等，但我们首先需要知道是不是值得去这样做？每个公司上来都准备建立一个厚厚的档案，那既不可能也无必要。

如果我们通过价值分析模板，发现了一个典型的高价值企业，那么显然后续这个公司将进入长期的信息搜集和跟踪状态，随着跟踪时间拉长，我们对它的了解自然会不断加深。但就我的经验来看，绝大多数的公司其实到不了这一步。如果用这套分析模板看 10 家公司，一般 5 家根本看不出什么吸引力来，3 家可能不太确定（有看点但疑虑的部分也同样大），能找出 1–2 家短中期有明确期待的公司就算不错了。真正的高价值公司不是那么容易碰到的（也因此一旦碰到也不能因为阶段性的波动而错过）。对这种公司来说，其本身的经营就是处于较大的不确定性中的，投资人只要建立最关键几个点的认识然后等待价格波动到具有风险机会比较高的区域就可以了。它们通常都不属于坚定的长期持有的品种，更不是大仓位长期持有的对象。这种类别的公司缺点是只能阶段性持有（在其基本面具有良好的可期待因素 + 价格显示的赔率较好），但优点是符合这种条件的公司数量比较多。所以对这种公司来讲，会快速的抓主要矛盾才是最重要的。

我的一般习惯，是用这套模板建立起公司的“基础档案”，这份档案已经将它最需要关注的主要矛盾以及投资的主要逻辑勾勒清楚了。然后再慢慢的去丰富其它的素材，增加业务和财务细节的分析，随着时间和经历一点点的提升对它理解的厚度和高度。

2. 高效运用框架的几个窍门

我在使用价值分析框架的时候，一般是按照下面这套程序来处理：

1）先打开最近的年报（或半年报），大致浏览一下公司当期的业务发展情况，公司对业务发展的描述，然后重点记录下目前公司的业务结构（什么产品占收入比重多少，每个分类产品的毛利率情况，当期的增速情况）。通过了解业务结构，你就可以大概知道未来的 1–2 年内它主要的增长会来自哪里。有时候我们看一些研究报告，把一项业务吹得天花乱坠，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在当期其占收入的比重可能才1%，显然这时候无论这项业务如何激动人心，短期内都不会有什么财务贡献的，可以作为加分项，但绝不能作为价值投资的依据。所以这一步先要找到未来短中期内业绩增长主要靠什么力量拉动。

2）大量的阅读券商报告，不同的券商报告可能会披露某一方面的业务信息，大量的阅读就可以短时间了解到公司相关的最关键的问题，也能了解到一些行业相关的关键数据（比如市场空间、市场格局）。在阅读报告的时候，就按照价值分析模板的分类方法，把一个个零散的信息记录下来，放到合适的归类中去。一般10篇报告读下来，大部分的信息类别都可以找到有效信息了。这个时候文档基本上还是乱糟糟的，但不要紧，后续还会进行整体的梳理工作，这一步是先尽可能的搜集重要的信息，避免重大的信息空白。

3）接下来是填上“基本生意特征表”，通过这些数据一方面是可以更准确的把握其生意的特征，比如是高利润型的还是高周转率型的？这反应了这个行业的哪些业务特点？经营性现金流好不好？等等。另一方面还可以发现问题，比如发现某一年的毛利率或者营业增长情况出现异常，为什么会这样呢？在这些问题的指引下，去翻开对应年份的年报和相关资料，往往就会有意外的发现。另一种值得注意的情况是某些指标的趋势性变动，比如费用率呈现连续的下降、或者毛利率呈现趋势性的提升等也需要搞清楚原因，看看这些趋势是否可持续？是否已经到了某种拐点？

4）上述这些基础性工作做好后，就可以开始梳理信息了。这部分的重点是把归类好的各种信息联系起来，思考这些信息中什么才是主要矛盾？比如在产品和需求拉动力、成本和费用端、产能和并购端这三者之间，短中期哪一个是业绩的主要驱动力？或者这三者的结合是否印证出较为清晰的业绩增长的确定性和弹性？特别是综合了这么多的基本面信息、财务数据之后，这个公司有多接近高价值特征？

5）做完上面的工作，下一步就是估值了。估值是一个非常困扰人的问题，精确估值更是一个传说，其实我并不相信有这种方法存在。目前我采用较多的是比较简单的估值方法：首先是判断它本质上属于溢价还是折价，这部分理论的内涵请参看《股市进阶之道》的相关内容；其次注意2个数据，一个是国外同行的估值水平，一个是这个公司在特定时期的历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值区间。(国外同行一般都已经到达成熟期，其发展过程中经历的估值波动区间，以及最终可获得的估值水平，是有较强的参考意义的。公司自身历史估值区间也是如此，特别是一些特殊时期的估值。)这里比较幸运的是最近一次典型的情况就出现在 2012 年末，当年宏观经济下滑速度快，中小企业也正好处于杀估值的末期，这个时候的估值水平也是可以反映问题的。当然，历史估值区间的参照要注意 2 个问题：一是这个公司的状态有无发生变化？比如 5 年前它是典型成长股，现在已经进入了成熟期，那么以前的估值区间就不具有参考性了。另外就是选取的时间段要排除特异性，比如把 07 年牛市高峰的估值水平作为一个常态来参考，显然也是荒谬的。

6）在上述工作过程中，或者完成后，可能依然会碰到一下难以理解的问题。这个时候就要加强与公司的沟通，有机会的话参与现场调研，暂时无机会的话那就先把公司网站上的投资者互动平台里的问题过一遍，有必要的话也可以先通过这个互动平台提一些问题。除此以外，还可以在网络上找找其它投资人对它的看法，但主要是看看自己的分析有无重大的思维盲点？有无重要的信息被遗漏？可以借鉴别人的一些逻辑，但不能照搬别人的结论。

7）记住，当你陷入浩如烟海的公司资料中时，不要过于纠结方方面面的细节，永远把焦点放在 5 个问题上：第一，它处于哪个经营周期？是已经接近成熟期了还是处于发展的初中级阶段？第二，它是否具有牢靠的竞争优势？这种竞争优势到底是基于本质上的差异化？还是基于高效经营的量变到质变？第三，它在中长期投资的逻辑支点是否清晰？是否与社会发展的大势相符？第四，它在短中期经营上的主要变量因素是什么？这些变量因素是否容易衡量？；第五，它的管理层是否让你有信心？

总之，一个真正的好公司，其生意一定具有相当长的可延续性和长线逻辑的支撑，其业务一定是清晰简单易理解的，其关键变量一定不能太多太乱而难以把握，其管理层一定是诚实进取让人有信心的。而一个真正好的投资机会，一定不需要复杂的估值计算，其投资价值一定是随着时间的延长而愈发突出，拥有它哪怕是股市关闭 2 年也一定应该让你睡得很安稳而不是相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经营阶段。特别是 17 年之后其药品研发的布局也可能迎来初步的收获，可以说未来的 3 年是科伦药业脱胎换骨的关键阶段。当然，这一转变过程中的不确定性还很多，但如果分析科伦药业不放在这样一个战略性的视角上，那么就算是把财务数据扣得再细也是偏离了实质的。)

③第三，我们说一个公司的增长是慢还是快，是好还是坏的时候，不能脱离其生意特性而想当然。比如对于重资产型的公司来说，如果产能布局未能先行，那么在其产能利用率已经满负荷的时候，你就很难期望它能继续出现高增长的表现。又比如对于立讯精密这种大客户特征明显、服务于电子消费类产业的公司来说，你期望它像天士力一样每年给你持续稳健的回报是不现实的，它的生意特征就决定了必然高弹性高波动。反之，你希望南方泵业这种传统机械制造业企业，像利亚德一样给你爆发性的增长那也是不切实际的。就像不同的动物有不同的习性，你不能用安静去要求狗，也不能用活力去要求猫。这就需要我们投资人在埋头于大量的财务数据和各种研究报告前，先搞清楚自己的企业的基本习性，这也正是每个企业的基本面分析总是从能反应其生意特性的数据分析开始的原因。

所以我越来越觉得，对企业分析来说，所有的定量最终都是服务于定性的，而所有的定性最终都需要定量来证明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　投资模式与筛选股票

一、因人而异的投资模式

经常有网友问我怎样才能从数千家公司里找到好的公司？其实股票的挑选有时真的是靠缘分的，我不止一次懊恼的发现一些 “我早该发现”的好公司，原因正在于作为一个个人投资者，我的精力和视野都太有限了，可这是我必须面对的“基本面”。从这个基本面出发，已经决定了像我这样的个人投资者不可能精研太多的公司，既没这个精力，也没这么宽阔的能力圈。那么摆在个人投资者面前的其实无非就是两条路了：要么精研少数个股，要么对股票大面积覆盖但研究控制在浅层次。

“精研少数个股”与“广覆盖浅研究”既是两种价值观，也决定了两者不同的股票筛选模式，甚至是完全不同投资风格。这里选择哪种路，需要对自己有客观和清晰的认知，不能说你的某个偶像是精研派你就一定要走那条路，因为他的能力倾向、财务状况甚至秉性都可能与你完全不同。以下是两种模式的区别：

	精研少数个股	广覆盖浅研究
特点	集中持仓、长期持有为主，交易和操作的频率极低通常都是以年为单位，单个股票的仓位占比很大，通常只持仓 3-5 支股票（深入研究的范围大约也只限制在十几支）	高度分散，持有时间不定，单个股票持仓很低，账户内通常都有 20 支以上的股票（有更多是广泛观察），仓位内经常做动态平衡性质的操作
优点	从表面来看最轻松的一种模式，选择与优秀的公司一起成长，只要不是市场极端区域就不需要什么操作，不用天天看盘也不用绞尽脑汁不断去找新的点子，通常业绩的弹性也最高	理论上可选的股票极多，并且大多不太需要特别深入的研究，只需按照交易条件以铁的纪律执行，不用到处调研，也不用见解独特，由于持仓分散遭遇黑天鹅的可能性极低，账户通常表现稳健
缺点	集中仓位下碰上黑天鹅事件会损失惨烈，需要对公司有极深刻的研究，需要很高的商业洞察力，账户波动较大	除非市场出现系统性的大机会，否则账户很难有好表现，因为高度分散已经趋于指数化。“傻瓜式”的交易标准实际上需要极高的执行力，需要强大的抵抗诱惑和恐惧的心理素质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

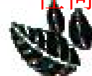
总得来说，选择什么样的投资模式取决于一系列的综合因素，当然在两个极点之间也存在一些相对平衡的模式，比如每年选取 10 个股票组成的组合平均分配仓位。但总的来说，当个股仓位占比低于 10% 的时候，单个股票对于业绩的贡献就不那么突出了。10% 仓位的股票当年上涨 60%，对整体业绩的贡献也只有 6 个百分点。如果单个股票仓位只有 5%，贡献就只有 3 个百分点。相反，如果单个持仓占比超过 30%，同样的涨幅其对净值的贡献接近 20%。当然，假设 10 支每支占比 10% 但都有很好涨幅，账户显然净值也会极高，不过要达到这样的表现通常是较为困难的。如果持仓超过 20 支股票，那么其在 1 年内都上涨较好的情况，只能寄希望于牛市了。

另外，如果选择 6 支股票每只 5% 的仓位，其中 3 支上涨 30%，2 支持平，1 支下跌 30%，总的业绩贡献为 6 个百分点——这相当于一支 30% 仓位的股票只需要上涨 20% 就可以达到。因此，集中持仓模式在业绩表现上有 2 个优势：第一，当你押的很准的时候，集中的大仓位可以带来很高的业绩弹性；第二，由于重仓在个股上，它不用很大的涨幅就可以对账户带来明显的净值提升，因此资金的效率很高。

但过于集中确实太考验投资人的能力了（而且投资有时候不但需要能力还需要运气），并且黑天鹅事件的杀伤力也太大，因此长期习惯于重仓在 1–2 支股票的模式，在我看来本质上是高风险的。如果资金量不大或者投资只是副业，还有主业能带来源源不断的现金流，或者市场环境处于典型的熊市底部环境，那么集中持仓确实是更好的选择，否则相对分散一些虽然未必是跑的最快的，但起码能确保跑得更久些。但账户的组合到底是多少支股票为宜，很难有确切的数字，需要根据自身情况来摸索确定。

选择哪种投资模式可能最重要第一是你擅长什么（以商业洞察力为基础的选股和情绪稳定性为基础的长期持股，或以强大情绪控制为基础的选时和组合动态平衡能力），第二是想清楚你愿意放弃什么：你不能既追求弹性又要稳定，既希望能很好的控制回撤又希望上涨时神勇无比。最关键在于，无论你最终选择了什么模式，都不要期望它总能保持好成绩——任何一种投资模式都必然会在特定的市场环境中表现黯淡，这其实是它必将在特定环境中有效的前提。市场终将会对坚持某一方法投资人最终给予巨大的回报（当然这一方法必须首先从理论上能够确定长期有效，而且随着时间拉得越长其有效性就越显著）。相反，市场先生最鄙视的是那些没有主心骨又内心浮躁的人，如果有人幻想在任何市场环境下都能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成为幸运儿而不停的变换风格、期望去捕捉每一个阶段的市场热点，那么这样的人最终大概率的会一事无成，甚至会不断的两面挨嘴巴。

就我个人来说，在 06 年到 14 年间的大多数情况下都是集中持有 3–5 支股票，最少的时候只有 2 支。但自 15 年开始，在一般情况下我会将持仓适当分散到 5–10 支左右（这其实还是一个相对集中的模式）。这有几方面的原因：

第一，正如我在《股市进阶之道》中讲过的，在投资的初期阶段是需要一个“暴利”积累过程的，股市的获利呈现高度的不均匀性，别指望它能稳妥的提供每年 25% 的收益。当市场给出了大机会的时候，趁着还有后路（比如足够年轻，或做投资不成功的话还能回职场），不应错过这个机会。稳健，对年轻人而言应该是一种深思熟虑的品质，但大机会来时也要有放手一搏的行动力（当然我承认这肯定要冒更大的风险，所以这种行为需要一些前提：1，有识别大机会的学识；2，确保错了还有后路；3，明白它是特定阶段的特定行为，而不要将其经常化、长期化）。

第二，从家庭财务管理的角度而言，随着资本的增大，对于超额收益的要求其实会逐步降低。对于资本较小的阶段，即便实现 50% 的收益可能也不足以确保 3 年的家庭生活开支（这是我设定的保持职业投资的门槛）。但资本规模变大后，每年 10% 的收益可能已经能达到这一目标，而只要达到每年复利 25% 的话 5 年就是 3 倍。因此这一阶段控制大的风险是第一目标（特别是一夜回到解放前的风险，是完全不可接受的），其次再追求适当的收益。

第三，从我过去 3 年同步模拟盘（每年选 10 个股票，平均分配仓位，年内不做任何操作，组合每年一换）的结果来看，相对分散的 10 支股票的组合成绩虽然没有赶上我的实盘，但是业绩相差的幅度却并不很大。考虑到高度集中所承担的黑天鹅事件的潜在风险，这种幅度的差别是完全可以接受的。

第四，资本规模的增长同时也对股票的交易带来一些影响，如果再全仓 1–2 支股票，不但日常的波动可能很大，而且对于日交易量较小的小盘股而言买入卖出也会成为一种麻烦。此外，5–10 支的组合数量（根据具体情况而定）在弹性与稳定性两个方面较为平衡，同时依然属于小范围深入研究的模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五，如果我们仔细观察和回顾，会发现所谓的个股行情，大多数都是建立在板块或者系统性行情基础上的，完全脱离其所属行业和板块的独立上涨是比较少见的。从我的观察来看，一旦市场出现大机会，不会仅仅集中在几只股票上，而会呈现出较大面积的热点。在这种背景下，10 支股票左右的组合往往比 3 支股票以内的持仓更容易涵盖市场热点。此外，平均 10–20% 分配的仓位，既不失对业绩的明显作用，又能降低投资人的心理波动，同时还可根据涨跌差异而动态平衡仓位，有更大的灵活性。这种心理上"有备无患"的优势，反而更容易坚定的持股而不为短期波动影响。

二、股票筛选与建立股票池

对于精研个股类投资人而言，选股的偶然性很大，至少在我的体会中是如此。因为几乎没有任何一套筛选办法能够确保在几千家公司中把极少数的优秀公司筛查出来。当然并非是无章可循，比如高价值企业的特征就是最好的指引，但麻烦的是这个特征很难完全用一套标准的数据来表达和筛选。对于这类企业，我一般习惯用一个朴素的方法，那就是看营业收入能否连年增长？营收的连续增长是一个优质公司最基本的指标。比如 14 年末，我曾经用东方财富的 Choice 软件筛选过去 4 年每年营业收入增幅在 20% 以上（这一筛选指标可变化为过去 3 年，或者收入增速保持 15% 以上）的公司，并且重点看其中 ROE 低于 25% 的——这是因为过高的 ROE 往往显示公司已经进入经营周期的顶峰区间，而营业收入连续增长且 ROE 在 10–20% 之间，则更容易找到素质优秀（应收抗环境变动能力强、且市场空间较好）、生意特征较好（ROE 可达到 15% 以上）、并且未来的经营还有一定提升余地（因为 ROE 尚未达到极高状态）的成长型公司。

在这个筛选中，符合营收条件的共有 74 家，其中广联达、东方雨虹、立讯精密、欧亚集团、安控科技、金卡股份、三诺生物、和佳股份、蓝英装备、捷成股份、康德新、东华软件、老板电器、聚龙股份等等又同时符合 ROE 区间特征，显然这些公司都值得仔细的看看。对这类公司的研究，并非只是基于当时估值高低的时效性较强的研究，而更侧重与其行业长期的吸引力和公司长期投资逻辑的梳理。短期内其是否高估并不很重要，反正如果某个公司真的具有长期投资吸引力，一般来说 1–2 年之内总是能等到好的上车机会的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然数据筛选对这类投资而言总是缝隙过大，容易遗漏。对此的好消息有两点：第一，可以多借鉴其它优秀投资人的眼光，与志同道合者之间的交流（包括利用网上），往往能省去很多基础筛选的麻烦；第二，对于长期集中投资模式而言，也确实不需要太多的候选标的，往往 3–5 年之内能找出 5–10 个的好标的就满足需要了。

对于广覆盖浅研究类投资模式而言，选股的侧重则与上一种方式大相径庭。一般来说这种模式下更看重逆向思维，便宜是最重要的指标，因此其选股讲究一定的时效性——那种各方面看起来都很好，但是当期估值较高的公司往往不会入选，首先因为“浅研究”已经决定了不会为“公司的未来前景”赋予决策中很高的权重，其次任何一支股票的持仓占比都很低，为了不到 5% 的持仓研究得太细也确实效费比太低，意义不大。

一般这种模式下有 3 个常用的筛选指标：

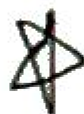
★绝对估值：比如查找当前估值低于 15 倍市盈率或者 2 倍市净率以下的公司

★ ROE：这条往往附加在绝对估值上，作为对低估值之外公司基本素质的一个把关，比如 ROE 设定为 10% 以上

★区间涨跌幅：这个可以用来寻找在特定期间内滞涨的股票，可以配合其它指标使用。

比如同样在 2014 年末，我利用 TTM 估值 <20，ROE>15% 的筛选找到了劲嘉股份；而通过查询自 2014 年 6 月到 15 年 2 月区间涨跌幅 <50%，TTM 市盈率 <30，找到了海利得。不过需要指出的是，这里我虽然以时效性的观点做筛查，但其实本质上还是更看重个股，而不是用来做一揽子股票的配置。只不过这种视角下，更突出股票阶段性的低估因素，而将公司的素质要求做了一定的放宽而已。

无论是用哪种方式，最终我们可能都会筛选出一堆股票，一般可达到几十只。这种情况下如果期望对它们进行持续的关注，就需要对其进行恰当的分类来管理。



基本特征	基本特征	典型公司
a 垄断优势不断创新	属于在某个细分市场中已经占据垄断优势的情况，优点是竞争不再是问题，重点在于能否持续的挖掘新的产业价值。如果前景广阔，是典型的溢价对象，否则往往将转入折价	广联达，航天信息，北新建材，安琪酵母

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本特征	基本特征	典型公司
b 大市场低占有率	典型的大市场中目前只占一个很小份额，长期逻辑是占有率的不断提升。这类公司如果再具有明显的竞争优势，往往增长的确定性更强且可持续期也长	奥盈森，康力电梯，东方雨虹，新天科技，南方泵业
c 需求景气有特点	正处于需求的高度景气周期，公司在产业内具有一定特点。通常这类公司是靠着需求的惯性增长，简单说属于有风口的那类，但是在竞争优势和产业长期前景上可能并不明确	和佳股份，雪迪龙，利亚德，康德新
d 有前景但困境中	首先产业前景依然不错或者至少理论上有可期待的东西，但是行业或者公司陷入阶段性困境。如果仅仅是处于困境中，但长期前景不明朗，那么不能归于此类	杰瑞股份，五粮液，万华化学（曾经的金风科技、乐普医疗也很典型）
e 业务稳定低估值	一般这种公司的业务发展空间已经接近天花板，内生性增长动力不足但市场地位牢靠，市场给予明显折价。如果其主业能确保未来 2-3 年至少低幅度的增长，并且正在酝酿新的具有较为广阔市场潜力的业务（或者具有某种具有想象力的战略举措），那么在低估值时可能会带来惊喜	劲嘉股份，美的集团，伊利股份，安徽合力，福耀玻璃，伟星股份
f 低确定但高弹性	这类公司经营的确定性较低（有的因为变量条件太多，有的可能让人对其管理水平尚不足以建立足够的信心），但一旦成功其业绩的弹性可能远远高于稳健增长的企业	凯美特气，科伦药业，海利得，立讯精密

需要说明的是，上述几种分类只是我个人习惯上的一种管理方式，并非某种标准的设定。实际上有些公司是同时兼具有多种类别特征的，比如利亚德你也可以说它是大市场低占有率。但这种分类强调的是其“主要特点”，如利亚德本身虽然市场占有率也很低，但从资料来看其所在产业本身的市场集中度就不容易高，因此提升市场占有率并非其可靠的逻辑。相对来说，目前小间距 LED 产品的高景气度才是它主要的看点所在。

另外，这几类公司未必都要体现在自己的组合里，但通过对几类不同特征股票的观察可以让我们更好的理解市场状态，同时也可以多一些选择。比如在市场全面低估的阶段，全力研究和配置 a,b,c 类公司是第一选择，这种公司很容易在市场好转时有最佳的表现，并且 a 和 b 类也是长期持有的最佳选择，既然是在都便宜的时刻，当然要配置最有长期前途的。

不同市场环境下的股票类别配置

在市场的模糊期，通常估值能够较好的反应公司的可见基本面。这时景气类的公司往往受到追捧而获得高溢价，但这类公司本质上并不建立在长期竞争优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，高溢价会让它们的投资前景随着时间的拉长而越来越危险。这种时候 a 和 b 类并不受很大影响，可以考虑减持 c 类转为 f 类。因为 f 类当前情况一般较差，市场不容易给予高估值，同时一旦其高弹性因素逐渐接近证实，则容易获得超额收益。

在市场高度结构分化时期，比如 a,b,c,f 类公司都已经进入极高溢价，而 e 类和 d 类却依然估值很低时，从赔率而言 e 类和 d 类可增强关注。极高估值很难长期持续，c 和 F 类容易遭受双杀，而 a 和 b 类也可能被高估值透支未来的业绩。这种时候除了保留 a 和 b 类的基本配置，可考虑对 e 类和 d 类进行配置。因为高度分化、特别是分化到某种极端态时总是趋于均值回归的。

当然，以上只是理想情况下的逻辑推演，市场的实际运行往往并非那么典型或者正好节奏合拍。我们可以通过对上述几类股票的估值情况来感受市场大致的运行状态，但从实际操作而言其实我的建议反而是越简单越好（就算是以上的逻辑推演，也是基于市场整体赔率迁移的战略性配置变化，而非应对日常波动的技巧性操作）：长期持有有长期前景的好公司，根据个股的赔率和确定性建立组合，在便宜的时候就高仓位，在明显贵了的时候就降低头寸（至于降低后的那部分，是一直保留为现金，还是转为 e 和 d 类股票可根据当时市场机会而定），就这样循环往复。有时候，少做一些加法，上天可能反而垂怜“笨小孩”。试图在几种类别的股票上跳来跳去，很多时候会得不偿失的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 几个容易迷茫的问题

一、未来优势型的表现形式

读过《股市进阶之道》的朋友大体应该知道，我的投资风格倾向于较为长期的持有，并且更偏好未来优势型公司。长期持有的选择较好理解，这是基于两个基本认识：

第一，市场的风格变换难以捉摸，持续的抓风口就更加困难。

第二，股价最终将依从于公司的价值创造结果，并且时间越长这种依从性越为确定和紧密。

所以长期持有实际上是一种以退为进，从猜市场这个角度大幅度的后退（但不代表完全不理睬市场波动，而只是对于一般性、日常性波动不关注。对于价格与价值的极度偏离则不但要关注，而且是投资者最核心的工作之一），但是对于企业分析而言则实际上是要求大踏步的前进的——否则，长期持有可能变成一场灾难。

而未来优势型公司恰是长期持有的最佳标的，这点在书中已经阐述过其原理，不再赘述。但问题是未来优势到底具体体现在哪些方面呢？我觉得主要凝聚在以下几点：

关键点	简要说明
需求的长期扩张或极大的市场占有潜力	需求处于长期的扩张趋势，是企业创造价值的重要基础，这取决于社会经济发展大趋势的推动，所以我们说长期投资需要一种前瞻力和大格局是很好理解的。另一种情况是行业增速稳定，但市场极为分散。当某种新的商业模式或者某个公司具备了某种扩张的资源储备时，也会形成一个良好的长期增长潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键点	简要说明
具有不对称的、且有利于其扩张的竞争优势	需求和市场份额潜力只提供了素材，但能否转化为业绩其实更重要的是竞争优势。行业高度同质化只能带来高烈度的竞争，超额收益是难以存在和持续的。所以表现出超群的竞争优势，并且这种优势恰好能够支撑其扩张的关键要素（比如地产表现为土地资金获取能力和成本，软件表现为优质人力资源和客户资源，制造业表现为技术与成本优势，消费品表现为品牌和渠道，制药业表现为重磅药的研发等），那么结合长周期的需求旺盛或者广阔的市场份额潜力，其价值创造的阻力显然更小
ROE 的高弹性或者高 ROE 状态下的持久性	需求与竞争优势代表了其创造价值的强度，但 ROE 却代表了其价值挥发的程度。当 ROE 预期有较大的提升弹性时候（比如从 12% 提升到 25%），往往是一个公司的股价弹性也最高的阶段。因为 ROE 的提升必然表现为其业绩的持续优良增长，并且较高的 ROE 本身也说明其生意特性的优良。 但还有另一种情况，其 ROE 已经很高并且似乎没有太多再提升的弹性了，但如果其长期需求依然极其广阔并且竞争力独树一帜，那么这种公司的价值创造就胜在了"持久性"上，其股价的表现也往往是单独每年来看波澜不惊（估值弹性下降），但长期的业绩累积依然可以带来丰厚的回报。

所以一言以蔽之，最好的标的往往表现为：较大业务空间潜力＋独特竞争优势＋较高的 ROE 弹性。我们在股票选择的时候重点也正是瞄准这三个要素。看起来似乎不复杂，但在实践中其实是面临着一些困难的。比如市场潜力这个东西取决于眼光，甚至取决于对社会发展的洞察力；竞争优势这个方面，在其积累期间不易识别，等显性的时候已经成为大白马而不容易有好价格了；ROE 的趋势更是需要从本质上理解其生意的财务特质。所以一个完全符合上述三条件的标的，确实往往是可遇不可求——这有两个层面的意思：第一，这样的公司很少，不容易碰见；第二，真的碰见这种公司就不能轻易撒手，这就是巴菲特说的那种一辈子碰上三五个就够了的典型。

一般而言，我们更容易碰到的是其中某一两个要素相对突出的公司，比如需求长期向好但是竞争力尚看不太清楚，或者竞争力突出但是否正在遭遇行业的天花板？这种某一个要素非常突出的公司显然也是相当值得关注的，因为企业的发展是动态运行的，没有人可以一眼看透其所有可能性——阿里巴巴最终最具价值的却是当初只不过为阻击竞争对手而推出的淘宝，这种动态的变化谁能在开始就料到呢？因此，在实践中对于需求处于长周期扩张（注意，不是当期的景气）且企业素质上佳的（虽然还说不上超群的竞争力），或者具有某个行业强大统治力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然当期业务接近成熟但企业具有开拓力的，都值得持续的关注（特别是上述两种，再加上其生意特性具有优越性的），因为：

第一，它们都有可能出现积极的变化，不持续的关注很可能错漏些重要的信号

第二，它们某一项的出类拔萃确保了其在行业性的不景气之后，更容易恢复盈利能力甚至再创高峰，因此一旦出现阶段性危机而折价情况出现时，是良好的标的

（所以未来优势型公司往往构成组合中的核心筹码，但并非那些有特点但尚不构成完全意义上未来优势型的优良公司就不值得研究，特别是考虑到价格因素的时候更是如此。）

二、均值回归和超额收益

超额收益与均值回归都是企业或者股价动态中的一种非典型状态。超额收益表现为企业的业绩将出现相对其整个生命周期的总增长率斜率的明显偏离，而均值回归则相反，表现为从远离全生命周期增长斜率的点回归平均值。这个发展过程如果从企业的内部经营的微观来看往往非常的不同，但其外化的表现却相对有一定共性：



表现形式	超额收益发生前的信号	均值回归发生前的信号
表现在企业业绩上	行业景气或竞争优势开始发挥	行业景气到极点全行业都赚大钱； 行业低迷到极点全行业剧烈亏损
表现在 ROE 上	ROE 从低点趋势性不断提升	ROE 到达历史罕见的最高或者最低点
表现在股价波动上	股价从一个地位平台开始趋势性上涨	股价在近年连续超涨 股价在近年大幅连续下跌

所有投资人都希望把握住超额收益的阶段，或者把握好企业从极低态回归均值的阶段。从《股市进阶之道》中的“对象，时机，力度”一章可对应出，超额收益主要发生在未来优势型企业，或者当前优势型企业遭遇阶段性负面因素打击的时刻；均值回归的正回归（指从极低态回归正常）主要来自低谷拐点型企业，而负回归则主要来自高峰拐点型企业。

虽然这个定性的认识不足以推动我们对企业的完整认识，但是却在快速排查的时候非常有用。(比如从概率的角度而言，对于已经经历了业绩连续几年高速增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长、ROE 已经处于历史高峰区域、行业景气度维持在极高水平，股价在过去几年出现了多倍大涨的这种对象，虽然所有的券商报告都通常处于强力推荐，各个论坛的讨论热度极高，机构的配置往往也最重，但拥有以上常识的投资人显然会把它第一个从备选的池子里删除出去。）相反的情况反而更值得多看几眼，这不是“为了逆向而逆向”而确实是具有可靠的理论和逻辑基础的。

美国的一项研究统计表明，在一个 10 年的周期内，将公司以 ROE 高低状况分为五组，其初始状态下最高 ROE 组的平均数值高达 32%，而最低一组的 ROE 只有 –65%。但是随着时间的进程，五组公司的 ROE 开始从剧烈的分化到逐渐收窄。到第 10 年的时候最高 ROE 组已经只有 15%，而最低的 ROE 组则回到了盈亏平衡的 0 附近。这表明最差或者最好的 ROE 表现都意味着不可持续，其分别面临着正项和负项的回归。讽刺的是这两者中，最差的那组获得超额收益的可能性却更大，而“伟大公司”那组却可能面临剧烈和较长时期的业绩和股价调整。

其中特别值得注意的是第三组和第二组，其 ROE 从 10% 不到在 10 年中较为稳定的攀升到了 15%，而第二组则从初始的 18% 经历中间的一些小幅度波动后依然收在 18% 附近。可以合理推测第三组的构成以具有一定优势且市场需求潜力较大的公司为主，并且其经营要素不断的挥发驱动了公司整体业绩的持续提升，属于典型的未来优势类别；而第二组则在第一年时即具有较强大的优势和市场地位，且成功的保持到了统计区段的最后，显示出极长的 N，属于长期白马。另外还有一个第四组，它的情况是开始略微亏损，期间波动较大并收在 15% 左右，显示出较为明显的周期性特质。

如果以选股的角度来看（以长期持有为前提），“当前最伟大公司”的第一组是最需要规避的，“垃圾公司”组虽然初看起来回归最大最有超额收益，但其最终也不过盈亏平衡的状态说明生意特性确实极差，赚的主要是估值跌到垃圾级别后超跌反弹的钱。这种公司少量分散配置可能出奇制胜，但若集中配置恐怕风险也极大。第四组的钱比较难赚，因为强周期的拐点难以把握。第二和第三组的稳定性以及体现出的竞争优势，显然更值得关注，这两个组其实就是通常意义上的“好生意，好公司”。

三、行业景气与竞争优势哪个更重要

2013 年和 14 年的行情可能给人一种强烈的印象：行业的景气才是最重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（纯概念类的暂不论），对竞争优势似乎市场并不买账。既然如此，为何还要苦哈哈的研究什么竞争优势呢？把精力用来捕捉那些行业最景气的公司不是更有效吗？我已经不止一次听到过朋友的这个感慨。

我觉得看待或者评判一种投资思路，首先需要设定一个周期的背景，我们到底是以 1 年，几年的市场表现作为一种评判还是以 10 数年甚至更长时期内可能的情况作为评判？因为周期不同视角和立场是很难一致的。注重长期的竞争优势的思路，一定是站在非常长周期内的一种视角的产物，因为当时间较长后我们自然发现周期的力量相对更弱一些，而企业自身的因素会趋于加强，因此竞争优势作为最核心的评判要素就不但不难以理解而且是自然而然的了。当然，这里的“长期”并不那么绝对，竞争优势与供需之间也是一个平衡的要素，实际上投资思路并非非此即彼而是一种辩证融和的状态，比如注重竞争优势并不代表忽略行业需求的长期趋势。只不过站在投资的整个生命周期的角度而言，竞争优势能够使投资具有较高的确定性，而确定性所导致的可持续性是复利中一个关键性的因子，与阶段性的弹性降低这个代价相比较可能是值得的。特别是对于职业投资人而言，满仓集中持有通常是常态。这里就有一个问题了，高仓位又要集中，必然对于确定性有极高的要求，这是其一。

其二，需求的扩张或者说高景气度更容易导致股价的明显剧烈反应，这当然是好事。但问题恰恰也出在这点：市场对于行业需求的变动往往是异常敏感的，它的好处是一旦押对了后能享受到非常棒的弹性。但问题在于，市场对需求的景气和任何利好往往都会极其迅速的反应，甚至是过度反应，投资人很难恰好潜伏在“需求即将爆发但市场尚未反应”的那个点——注意，如果不是恰好在那个点，那么即便很早埋伏进去了也可能等很久，这个等待的时间也许并不比竞争优势发挥的时间来得更快。何况景气与否是个回头看的总结，在这个过程中竞争优势的缺乏却可能导致巨大的不确定性。因此，需求因素确实是好，特别是马上爆发的需求，但问题是抓得住那个点吗？特别是以连续的角度来看，要连续的去抓那个点，这个难度实在是太大。

其三，与需求爆发导致的剧烈迅速波动不同，竞争优势是一个不那么显性的因素，且与短暂的需求景气相比，其价值创造的持续期 N 要长得多。(但它的缺点也显而易见，真正强大的竞争优势一定是不那么容易积累起来的，而且靠自身优势的成长也显然没有“国家鼓励、行业利好”等外部因素来得劲爆，似乎股价的弹性是较弱的。)但其实并非总是如此，也有例外：比如当一个具有强大竞争优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


势和长远需求扩张的公司，出现阶段性困境或者行业性需求不振而导致公司杀估值的时候，这个时段点往往预示着其未来的回报很可能出现超额收益。另外，需求平稳中靠竞争优势增长的企业，属于典型的慢行业里的快公司，其一般情况下不容易出现极端的高估，与其较长的价值创造相结合，我们会发现它反而是最适宜长期持有的品种，因为不用时常考虑卖出的问题。

四、从一个公式再谈估值的逻辑

估值可能是投资中最艺术化的问题，很难有什么黄金算式，在实践中我所运用的估值方法也是相当简练的，很少会用 DCF 或者其它什么复杂的计算公式。但这里我们不妨再从理论和逻辑的角度对估值进行一些发散的讨论，我想这可能有助于我们进一步理解溢价与折价的内在逻辑。

我们知道 PB（市净率），PE（市盈率）和 ROE（净资产收益率）之间存在在一个联系，即：

PB=PE*ROE

这个公司得以成立是因为 ROE= 净利润 / 净资产，PE= 市值 / 净利润，PB= 市值 / 净资产，所以从数学上可以推导出 PB=（净利润 / 净资产）*（市值 / 净利润）= 市值 / 净资产。这个等式从理论上可以解释资产重置溢价（PB）、预期收益溢价（PE）与企业价值创造能力（ROE）这三者之间的一个逻辑关系：ROE 是 PE 与 PB 之间的一个纽带或可理解为一个商业价值变量，因为一定是先有企业经营结果（ROE）才有的估值，而不是相反，也因此不同的 ROE 水平显然就会对公司估值产生决定性的影响。

但这个算式也有其致命的缺陷：

第一，它只是一个静态数学逻辑或者会计思维上的推导，而忽略了企业在不同经营阶段在会计上会呈现出不同的结果。比如一个潜力巨大且经营要素尚未完全发挥的公司，其 ROE 很可能处于整个生命周期的低位，但按照这个算式给予其折价显然是错误的。

第二，它完全没有考虑现金流状况和生意特性的不同对估值的影响，即便是同样的 ROE 水平，由于生意在现金创造能力、持续扩张的能力以及盈利确定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面的不同，应该赋予的净资产溢价显然不应该是同一个水平。

因此这个算式并不适宜根据公司的 ROE 来推导其合理的 PE 和 PB，但是却可以探究公司合理的溢价水平。巴菲特曾经说过用 1PB 的估值买入 ROE 为 15% 的公司是笔好生意。以此类推的话，那么 25-30% 波动的 ROE 的 PB 大约能得到 2-3 倍的 PB。但仔细想想这个情况显然不合理：

第一，从产业资本角度衡量，用净资产价值获得一个 15% 净资产收益率的企业显得太便宜了。巴菲特的标准我想是从投资角度认为这是捡了个大便宜，但从市场公允的角度来看，起码应该是 2 倍 PB 以上才足够公允（考虑到重置这样一个公司，除了付出全部的净资产的投入外，还要在销售网络、团队建设、品牌和技术等方面较长时间的积累，甚至有时候为了获得这个收益还需要和竞争对手公司打价格战并且最终获胜，即便是 2 倍的市净率投入也未必能复制一个类似的公司的）。反过来讲，以公允价值的一半价格购入，当然是一个不错的投资机会（特别对于较为成熟缺乏大的成长性的公司来说），这也合理解释了巴菲特做出这一看法的逻辑。

第二，ROE 的提升和保持在高水平非常困难，从 15% 提升到 30% 的 ROE，以及仅仅 1-2 年的高 ROE 与可较长期维持在 25% 甚至更高水平，其难度完全不是用 2-3 倍于 15%roe 水平公司净资产的投入就可以达到的。这种水平必然是优良的生意特性加优秀的管理的长期共同作用，而不仅仅是、甚至主要不是资本等有形资产的投入可以实现的。

也就是说，如果一个可维持 15% 净资产收益率水平的公司的公允估值是 2PB，那么一个可维持 25-30% 净资产收益率水平公司的公允估值绝不应该是 4PB，而是应该要比这高得多。高多少呢？这可能涉及一些具体因素。假设一个公司可获得 25% 左右的 ROE（生意特性好经营高效）并且可维持较长时间（行业竞争力突出，非常难以被重置和冲击），其业务理论上也可维持 25% 左右的增速，由于这样的公司确定性高并且持续性强，可以考虑用 PEG=1 来估值。

例：某公司净资产 1000 万，当年净利润 250 万（并且每年保持 25% 的左右的增速），可知其净资产收益率 25%；以 PEG=1 可以得出其合理市盈率约为 25PE，由此可得出此公司的市值为净利润 250*25 倍 PE=6250 万。因此其 PB=6.25 倍。

但细心的朋友肯定会发现一个问题："假设可以获得 25% 的业绩增速"——事实上，不是 ROE 的高度会导致必然的业绩增速，而是相反：是业绩的状况决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定了 roe 的水平。这就导致其之后的 peg 逻辑失效了：因为如果未来其业绩下降，那么基于 roe 水平为核心的整个推导的基础也就不存在了。

假设公司当前净资产 1000 万，当前净资产收益率 25%，当前净利润 250 万，每年利润的 60% 分红（还剩 100 万补充入净资产），未来每年只维持了 250 万的利润但是没有成长性了，那么：

第二年：净资产 1000+100=1100 万，ROE=22.72%

第三年：1100+100=1200 万

第四年：1200+100=1300 万

第五年：1300+100=1400 万，ROE=17.85%

.....

这种情况下我们可以看到，一个失去了成长性的公司其 ROE 是会被逐渐拉低的。从这个角度来说，市场给予这种所谓大蓝筹以低的估值是非常合理的（除非其出现业务的二次腾飞，或有进入新一轮成长和再创业成功的迹象），并且市场对此并非是亦步亦趋，而往往提前数年就反映了，真是让人赞叹。

这也就不奇怪，为何国内外处于这种状态的公司其估值中枢也就是十几 PE 左右了（根据其生意特性和延续成长速率的不同而有所差别）。因为对于这种失去成长性的成熟公司，这种情况下如果以 10PE 买入公司，以上例来看当年买入成本是 2500 万，每年可得分红 150 万再加上净资产增厚，大约只需要 6 年就可以完全收回本金。如果公司失去了成长性，但 ROE 可保持在 10%，那么同样的 10PE 买入就相当于只用净资产就得到了公司，通过 PB=ROE*PE 可知这相当于 1 倍市净率。这笔投资的预期回报率是 10%，比无社会无风险利率和高等级企业债高一些，但考虑到企业经营始终存在的不确定性，这笔投资只能是尚可。但如果同样的价格，用 1 倍 PB 就买入了预期收益率达到 15% 的标的，显然就具有吸引力了——这其实又绕回了巴菲特说的那个标准。

通过上述推演，我们可以得出一个大致的结论：

★对于缺乏成长性，但 ROE 可较长期维持在 15% 左右的蓝筹股来说，其合理估值应该在 2PB 以上，如果出现 1PB 或者破净的机会往往是明显低估的好机会。

★对于预期未来收益可以达到复利 25% 左右的长期成长股来说，6-7 倍左右的净资产溢价其实是合理的。如果由于其当前经营要素尚未完全挥发而导致 ROE 偏低（但将持续提升到优秀水准），当前市净率较低，则往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是买入并长期持有的好机会——哪怕这时 PE 较高：比如当前 ROE 只有 10%，PE35，当前 PB 也仅有 3.5。这时候看起来的较高的 PE 其实会被持续增长的盈利抚平，未来只要 ROE 上升到 25% 则哪怕届时的市盈率将降低到 25-30PE，其净资产溢价依然可翻一番达到 6-7PB。

由此可知，估值的最大奥秘不是对当前估值指标的简单加减乘除，而是要对企业的未来盈利能力的走向和生意特性做出具有穿透力的判断！要想估值准确，首先要搞清楚企业的性质，再进一步推算其竞争均衡期间的 ROE 高度和扩张成长的可持续性，最终的核心问题其实还是 R,N,g！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章 如何在市场里活下来？

到目前为止，我们已经谈了很多如何发现机会，如何获取超额收益的问题。但如果我们把投资当做一个长期的行为，那么某个时期的阶段收益率其实并非那么重要，最关键的问题还是确保能在市场中一直活下去，这是复利发挥威力的基本前提。就我个人从事投资的这近 10 年时间，已经见识到市场是如何的难以捉摸了，一批批的聪明人都倒在了市场设置的重重关卡上。这一路走到今天我才发现，其实当初一起出发的人，已经没剩几个了。那么如何才能在市场里活下去，甚至活得好呢？我个人的经验和忠告如下：

一、要控制犯错的程度

我们到证券市场里是奔着盈利来的，甚至是冲着超额收益来的。但这个市场的独特规则在于，最终的利润很大程度上取决于你能否杜绝失误和错误。一个经常犯错，或者犯了致命错误的投资人，别说超额收益了，连本金都可能赔得一干二净。但我们都是普通人，是普通人就会犯错，这岂不是个悖论？其实并非如此，错误必然会发生，但区别在于能否有效的控制。

错误的程度	主要表现	防止的方法
一般性错误：错误的时机买入正确的对象	虽然买的公司被证明是优秀的成长股，但是买入价格太贵。由此将导致短期净值剧烈下跌的痛苦和长期平庸的收益率。一般性错误可以通过时间得以抚平，这是它与严重错误最大的区别。它能翻身靠的是真正优秀的公司不断创造价值而抚平了较高的估值	不但要坚持买好的，而且要重视买得好。最佳的买入时机是好公司遭受系统性风险跟随性下跌，以及遭遇阶段性利空打击下跌的时刻，买入好公司虽然不能类同捡烟蒂一样的便宜为先，但起码也需要“不贵”为基础

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误的程度	主要表现	防止的方法
严重错误：错误的时机买入错误的对象	在极高的价格买入了本质上平庸的公司（当前的好业绩只不过是行业景气使然，或者干脆就是概念股），其结果将是短期遭受剧烈损失，并且就算长期等待也不可能翻身，会造成永久性的资本损失	坚决不碰任何概念股，坚持只关注具有长期价值创造能力的好公司，特别要规避市场热捧和爆炒的“风口上的猪”
致命错误：集中发生的严重错误	如果仓位高度集中在某个股票，并且这个股票发生了黑天鹅事件，又或者集中持有的股票组合都是“严重错误”属性的，将可能导致致命级别的错误，其后果是惨烈的资本损失，甚至失去纠错的能力，从此被迫退出资本市场	从根本上杜绝的办法只能是建立投资组合，避免长期把身家押在1，2支股票上。同时组合要从行业特征上降低关联性。此外，对严重错误的清晰认识和规避也是决定性因素之一。

需要注意的是，一般性错误的“错误时机”是指价格较高，但如果买入价格不仅仅是贵，而且还贵的离谱（就像目前很多100多倍PE以上的“成长股”）那么很可能升级为严重错误，其后果同样是短期剧烈的损失和长期永久性的资本损失（想想当年纳斯达克泡沫顶端的微软和英特尔吧，它们后来都被证明是真正伟大的公司，但如果在泡沫顶峰买入也会在后续多年颗粒无收）。并且要注意，是否选择了正确的对象，是回头看才能确认的，但买入的价格是不是高却是当时就知道的。很多的严重错误，其实也是因为太自信自己的选择“足够优秀”，但最终被证明判断失误。

所以如果要想在市场中长期存活，按照错误的级别反过来做，那么就应该是：

★首先不要孤注一掷，不要过度自信，要适当分散（我个人倾向于5-10支以内，太分散不适合精研个股型的投资者），通过建立投资组合避免黑天鹅事件

★坚决避免高估值买入股票，坚决避免碰有可能均值负回归的股票。特别小心那种仅仅是因为行业景气或者政策导向刺激、本身经营素质却很平庸、又恰好享受到市场热捧而高溢价的公司。

★坚持只关注好公司，如果没有起码持有3年的价值那就一分钟也不要持有。学会利用市场低迷或者好公司受到利空打击的时期，起码是用合理价格买入。

这里可能有人要问，什么叫合理价格？我的标准是，如果你买入的这个价格，以1年的时间来衡量，能够大概率至少获得与其当年净利润增幅相当的投资收益；以3年的时间来衡量，在不需要大牛市出现的情况下也可以获得大约每年25%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


的复利收益（也就是3年基本可实现翻倍收益），就算是合理的。

这事实上涉及到2个问题：

①对公司的业绩增长预期不低于每年25%，并且实现的概率很高。

②起码要求这个公司在未来几年的估值，应不低于你买入当时的估值水平。如果达不到这个标准，我宁愿继续等待。当然，这一判断也受到市场系统性风险的影响——比如你在4月份买入时市场是平衡市，但到了年底市场变为大熊市了，显然会影响到你的获利能力。(所以这里所谈的情况是假设到年末市场整体形势保持现状（所以上述的标准也排除了大牛市和大熊市的扰动），因为市场走势太难判断，加入这一因素后几乎无法有效预期了。)

我理解对于大多数新手来说，估值是一个让人头痛的问题，对于合理溢价与泡沫也很难区分清楚。如果用我的实际情况来讲，我从来没有买入过动态PE超过40倍的股票，所有重仓的股票买入时的估值水平更都是低于30或者25PE的(未来1年业绩的动态市盈率)。为此肯定错失了不少的牛股，但安全边际至少能让我睡得安稳，而且时间拉长了来看回报率也不错。在投资的初期，我很难持有现金，但后来我越来越发现，在没有真正好机会的时候老老实实的持有现金并耐心的等待，远比冲动的频繁出击要好得多。持有的现金也许几个月都没用，但当好机会真正出现的时候，那部分现金完全可以起到一发逆转的作用。相反，如果太追求资金的效率而四处出击，反而最终总是得不偿失。

上面所列出的主要是战略级别可能出现的错误，除此之外，我还将国内外各种投资统计中最容易出现、也是对投资绩效最具毁灭性的具体行为列出在下表，特别提醒新股民朋友在日常投资中注意不要中招：

最常见行为	对投资的危害
频繁交易	在国内外的统计中都基本名列亏损排行榜的第一名，甚至连带那些最高换手率的股票也成为导致亏损最大组合类别。我甚至可以这样讲，只要你戒除了频繁交易，就几乎可以跑赢市场里一半儿的人了，如果运气再好点儿长期获得接近指数增幅的收益率也是可能的（哪怕专业知识并不很深厚）
买入并持有新股	买入并持有刚发行上市的股票，其长期带来的亏损仅次于频繁交易，而且国内外统计都支持这一结论。原因也很简单：为了上市而造假的比率较高＋高估值加＋缺乏验证的经营能力。
买入高估值股票	从长期统计来看这是收益最低的类别，从普遍的角度而言高估值是降低投资收益最重要的因素，高估值包括了高PE和高PB，同时具有高PB和高PE的股票最危险，PE低但PB高的往往是假低估真高估（具体解释请见《股市进阶之道》的估值章节）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最常见行为	对投资的危害
长期持有看似便宜的强周期高杠杆类股票	强周期和高杠杆的公司业绩很容易大起大落，在业绩高峰期其估值往往还显得很便宜（特别是 PE 低），这种时候如果买入还长期持有，往往会面临业绩和估值的双杀，风险巨大
长期持有高 ROE 并且还高市净率的大盘股	高 ROE 代表公司的经营已经到达高峰区域，大盘代表公司的业务已经达到极大规模，高市净率代表市场给予了其很高的溢价，这三者的结合很容易碰到“高峰拐点”，特别是还对这种股票长期持有，遭遇高峰拐点的剧烈调整几乎是宿命

相信我，如果可以避免这些最致命的行为，注意提防一般性错误，少出现严重错误，杜绝致命错误，那么长期下来投资的结果就算称不上伟大和优秀，基本上已足够战胜 90% 的普通人并实现财务自由了。

二、坚持简单质朴的投资体系

长期活下去的第二条，是保持简单和质朴，因为只有简单才可复制，可复制才可持续，可持续才能带来足够的复利效应。特别是要简化投资体系，不要为了显示专业而把投资弄得越来越复杂。“好生意，好公司，好价格”基本上就是最核心的事情。当然，投资本身并不那么简单，它涉及到从大类资产配置到投资组合，再到个股分析等一系列的具体问题。因此我们需要一个整体性的投资纲领来指导长期的投资行为。这里我列出一个自己在未来几年的投资指导纲领，供朋友们参考：

投资原则	具体行动指导
大类资产配置原则	★至少未来 5 年看好股票作为最优质大类资产 ★在 A 股总市值与 GDP 比值低于 100% 之前，原则上股票在流动资产中配置的比例不低于 80%，现金不高于 20%（除非出现极端情况，则进行阶段性的策略调整，但股票作为最佳目标资产的大战略不改动）； ★当 A 股总市值与 GDP 比值达到或者接近 100%，在大类资产上股票占流动资产的比重最高不得高于 50%，并且根据市场上涨情况，继续减仓；当 A 股总市值与 GDP 比值达到或者接近 110%，股票占流动资产的比重将限制在 20% 以内。已经清仓的部分任何情况下不会再投入股市（寻找新的性价比良好的大类资产配置方向），保留的这 20% 也不清仓，直到右侧确认熊市。
核心研究方向	★坚定看好中国经济转型期间为新兴产业创造的战略性成长机会，以成长空间广阔、经营水平优秀、生意特征较好的优质成长股为核心研究方向 ★兼顾增长稳健且低估值的类别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资原则	具体行动指导
投资组合原则	★依据市场整体风险机会比的不同，持仓至少在5个股票，最多不超过10个股票； ★市场越低迷，市场整体估值水平越低，持仓越集中，仓位高度集中在5个左右的优质长线股票上； ★若持仓出现极端高估，但依然可以找到低估值稳健的类别，则转移主力仓位为低估值类别和现金为主，等待市场波动、均值回归带来的再次布局机会 ★若市场进入全面泡沫化，再难找到好的投资品种，即便A股总市值尚未达到GDP100%比例，也将大比例持币等待，此时股票依然是最关注的资产，等待是一种阶段性、策略性手段。 ★企业优秀估值便宜，一次性20%仓位配置到位，特殊情况下可配置到30%比例；企业优秀，价格合理或者稍高，以及企业稳健价格低廉，10%左右仓位配置；企业优秀价格高，或素质尚可估值极低，初始5%仓位配置
基本操作原则	★对于日常的市场波动不做干预，根据组合的涨跌情况、仓位占比和估值水平变化所导致的风险机会比变化，作被动的动态平衡 ★买入后长期持有，不做波段，不做加法。在对企业经营前景判断未出现变化前提下，若买入价被套，执行每下跌20%左右补仓的操作 ★当持仓出现更好选择对象、股票价格过高、企业经营出现较大风险、个股仓位占比不理想等情况时，执行减仓、清仓或者换股操作

总之，看好股票这个大类资产在未来几年的表现，只要市场未出现全面泡沫化，就坚定持有具长期增长空间的优质企业，不断寻找和研究具有潜力的优质长期投资标的。在这一过程中，安心研究基本面，着眼于长期回报的确定性，不参与任何概念性机会，不赌市场走势，不追逐市场热点和政策导向，一切以公司内在价值和估值为标尺。这么做确实很“无聊”，也经常会错过股市的各种“风口”，但我的财务自由之路其实就是这样安安静静的走过来的。我并不在意就这样安安静静的继续走下去，毕竟，相比股市的各种精彩激动的过程，净值的持续稳健增长才是最重要的。

三、要远离大众少受干扰

从我的观察来看，很多投资人的失败并非源于没有合理的计划，而是失败于情绪的失控。我们经常可以看到一些投资人也曾有很好的投资战略和完善的操作体系，但问题在于无法知行合一，无法得到执行的战略最终只能成为一句空话。

而失去执行力的最大原因就是情绪失控，情绪失控的最大原因则是距离市场太近。这个太近有两个方面：首先是距离股市日常的涨跌太近，总是被股价的涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌牵着鼻子走，每天都在接受 k 线波动带给他的心理暗示，最终被某个事件触发而情绪失控；另一种问题则是太喜欢出风头，热衷于泡各类股票相关的论坛，争强好胜，或者希望努力塑造自己投资高手的形象。）当然还有一种，是因为公开发了产品，为了尽快扩大知名度而需要快速做高业绩做好排名。总之是由此陷入各种类似比赛性质的活动而越来越浮躁或者偏激。

从我的个人体会来看，我们不宜过高估计自己抵抗市场压力和诱惑的能力。其实何止是我们，即便是世界级别的投资大师也有很多都在创造让自己远离市场情绪的环境，最著名的巴菲特和芒格，逆向投资大师邓普顿都是在远离华尔街的地方办公，避免自己的情绪受到无意义的干扰。备受巴菲特推崇的低价股投资大师施洛斯，从创办基金开始就决定不公布持仓的股票。他坦诚这可以让他在投资中避免来自客户的压力——因为他们总是对那些暂时亏损的股票耿耿于怀。

记住，远离市场的喧嚣可能是一个个人投资者相对专业投资机构最大的优势之一，要善于利用这个优势。（有个笑话说不要和不靠谱的对手作战，因为他会把你拉到与他一样的层次，然后再靠丰富的经验打败你。在市场里，我们其实很容易就被各种喧闹拉进这种游戏里，然后慢慢的越来越关心每天的股价波动，越来越在意别人对你的看法和评价，越来越浮躁和患得患失，越来越无法安静的等待，最终把一切曾经冷静谋划的投资战略和具体执行策略忘得一干二净。而最终如梦初醒的时候，只能面对惨淡的结果无言以对。）

随着在股市的时间越长，我越是强烈的感受到：投资是从专业知识开始，但其结果却最终是取决于品性。提升投资判断的准确性需要硬知识，但决定我们最终投资绩效的却是耐心，眼界，理性和对极端情绪的控制力。

做到了这些，时间就会成为我们的朋友。持之以恒，就必然能够收获满意的投资回报。

投资的原理并不神秘也不复杂，只要有心有个 2,3 年总是可以掌握最重要的硬知识的，真正长期的是挑战还是来自人性的考验，来自对常识的坚持，来自对简单行为周而复始的重复。

面对长期投资的巨大挑战，也许我们既需要举重若轻，不为短期的波动和市场表象所迷惑；也需要如履薄冰，踏踏实实的做好各种基本功课并谨守能力圈和安全边际。投资进阶之道永无止境，我愿与诸君共勉。